



NOVA

IMS

Information
Management
School

MEGI

Mestrado em Estatística e Gestão de Informação

Master Program in Statistics and Information Management

Investimento Direto Estrangeiro: uma aplicação ao caso português

Filipa Adriana Neves Oliveira

Trabalho de Projeto apresentado como requisito parcial para
obtenção do grau de Mestre em Estatística e Gestão de
Informação

NOVA Information Management School
Instituto Superior de Estatística e Gestão de Informação

Universidade Nova de Lisboa

NOVA Information Management School

Instituto Superior de Estatística e Gestão de Informação

Universidade Nova de Lisboa

INVESTIMENTO DIRETO ESTRANGEIRO: UMA APLICAÇÃO AO CASO PORTUGUÊS

por

Filipa Adriana Neves Oliveira

Trabalho de Projeto apresentado como requisito parcial para a obtenção do grau de Mestre em Estatística e Gestão de Informação, Especialização em Análise e Gestão de Informação

Orientador: Prof. Dra. Ana Cristina Costa

Coorientador: Dr. Vítor Lopes Silveira

outubro de 2019

AGRADECIMENTOS

Começo por expressar os meus sinceros agradecimentos a todos aqueles que, ao longo deste percurso, por ele passaram e deixaram a sua marca.

Em primeiro lugar, agradeço ao Departamento de Estatística do Banco de Portugal pela oportunidade de estágio que me foi dada e pela subsequente realização deste trabalho de projeto. Em particular, para aqueles com quem trabalhei de perto, ao Vítor Lopes Silveira, meu coorientador, pelos desafios diários, conselhos e todos os conhecimentos transmitidos; assim como à Ana Margarida Soares, coordenadora de núcleo. Foram meses de aprendizagem, aos quais agradeço todas as ajudas prestadas e os importantes contributos que permitiram a concretização deste projeto. Naturalmente que tenho de agradecer também aos colegas pelo espírito de equipa e de amizade criado.

Um agradecimento muito especial à minha orientadora Ana Cristina Costa, pela disponibilidade demonstrada, esclarecimento de dúvidas e orientação na elaboração do documento. Obrigada pela tranquilidade que sempre me transmitiu.

O meu profundo e incalculável obrigado aos meus pais, Joel e Sandra, e ao meu irmão, Filipe, pela presença permanente e apoio incondicional ao longo de todo o meu percurso académico. Por me incentivarem a ir sempre mais longe, procurar novos caminhos, sem nunca esquecer aquelas que são as nossas raízes e objetivos. A pessoa que sou hoje, a eles se deve.

Um enorme obrigado também ao meu namorado, Tiago, pela força e incentivos constantes. Por me apoiares nas decisões importantes que tive de tomar, pela compreensão e toda a atenção dada. Obrigada por estares ao meu lado.

Por último, agradeço também a todos os meus familiares e amigos que, de uma forma ou de outra, me acompanharam ao longo destes anos.

Obrigada a todos vós, em que cada um, à sua maneira, contribuiu para que este meu projeto fosse possível.

RESUMO

O investimento direto estrangeiro (IDE) é um dos protagonistas da globalização. A liberalização dos mercados mundiais, e a inovação tecnológicas sem precedentes, traduziram-se num aumento substancial dos movimentos transfronteiriços de mercadorias, pessoas e capitais. É neste cômputo que se torna premente o estudo destes fluxos para melhor compreender uma economia mundial altamente interligada.

Em concreto, o conhecimento das dinâmicas do IDE – fluxos financeiros - é imperioso para o desenho e implementação de políticas que o promovam uma vez que a literatura económica aponta para uma correlação entre o IDE e o crescimento económico. A procura de novas abordagens analíticas relativamente a estatísticas de investimento direto é igualmente relevante num mundo cada vez mais complexo e inovador.

O presente trabalho de projeto enfatiza a relevância do investimento direto dado o papel que assume como um motor de transmissão de ideias entre economias, assim como o seu impacto no crescimento económico, na produtividade e inovação, através da criação de postos de trabalho e transferência de tecnologia. Neste contexto, foi analisada a base de dados de investimento direto do Banco de Portugal, com o objetivo de contribuir para o conhecimento da informação existente.

O projeto tem ainda como objetivo a exploração de novas abordagens estatísticas na captação da dimensão do IDE. Para o efeito, optou-se por analisar as estatísticas de investimento direto numa ótica de país de última instância (por oposição ao risco imediato – informação disponível ao público) por forma a conhecer a origem do risco e o verdadeiro centro de decisão estratégico. Esta abordagem permitiu conhecer situações em que o fluxo financeiro não tem um cariz de investimento direto puro, sendo motivado por outras razões acessórias (por exemplo, otimização fiscal); vulgo capital em trânsito.

O foco do estudo prende-se também com a análise de investimentos diretos de raiz (*greenfield*), conceito comumente associado a investimento novo, à criação de novas empresas e emprego. Com efeito, recorreu-se à criação de modelos protótipos para o cálculo das estatísticas de *greenfield*, com o intuito de medir a capacidade de atratividade de uma economia na captação de IDE¹.

PALAVRAS-CHAVE

Investimento Direto Estrangeiro; Portugal; Internacionalização; Empresas Multinacionais; Globalização.

¹ As opiniões expressas neste projeto são da responsabilidade da autora, pelo que são independentes da opinião do Banco de Portugal.

ABSTRACT

Foreign direct investment (FDI) is one of the protagonists of globalization. The world markets liberalization and the unprecedented technological innovation has brought substantial increase in cross-border movements of goods and services, people and capital. In this context, the study of these flows becomes essential to better understand a highly interconnected world economy.

In particular, the knowledge of FDI dynamics - financial flows - is imperative in the design and implementation of policies that promote it, since, according to economic literature, there is a correlation between FDI and economic growth. The search for new analytical approaches to direct investment statistics is equally relevant in an increasingly complex and innovative world.

This dissertation emphasizes the relevance of direct investment given the role it plays as an engine of innovation transmission between economies, as well as its impact on economic growth, productivity and added-value through job creation and technology transfer. In this context, Banco de Portugal's direct investment database was analyzed, in order to contribute to the knowledge of existing information.

The study also aims to explore new statistical approaches to capture the FDI dimension. For this purpose, it was decided to analyse the direct investment statistics allocated to the ultimate investing country (as opposed to immediate risk - information available to the public) in order to know the origin of the potential risk and the real strategic decision centre. This approach allowed us to identify situations in which the financial flow does not have a pure direct investment nature, being motivated by other accessory reasons (for example, tax optimization); known as capital in transit.

The focus of the study is also based on the analysis of greenfield direct investments, a concept commonly associated with new investment and new business creation. Indeed, the use of prototype models for the calculation of greenfield statistics was used in order to measure the attractiveness of an economy in attracting FDI.

KEYWORDS

Foreign Direct Investment; Portugal; Internationalization; Multinational enterprises; Globalization.

ÍNDICE

1. Introdução.....	13
1.1. Contexto e identificação do problema	13
1.2. Objetivos do projeto.....	14
1.3. Organização do relatório	15
2. Enquadramento teórico	16
2.1. Processo de internacionalização – Paradigma Eclético de Dunning	16
2.2. Motivações para o Investimento Direto Estrangeiro	20
2.2.1. Procura de recursos (<i>Resource seeking</i>)	21
2.2.2. Procura de mercado (<i>Market seeking</i>)	22
2.2.3. Procura de ativos não comercializáveis (<i>Non-marketable asset seeking</i>).....	22
2.3. Principais conceitos de Investimento direto	23
2.3.1. Território económico e conceito de residência	23
2.4. Investimento direto no contexto da balança de pagamentos	23
2.5. Perímetro de relação de investimento direto	24
2.5.1. FDIR – Framework for Direct Investment Relationships.....	25
2.6. Óticas de mensuração do investimento direto	28
3. Análise da base de dados de investimento direto	30
3.1. Relevância do investimento direto nas estatísticas externas	31
3.2. Reconciliação entre o princípio ativo-passivo e o princípio direcional	33
3.3. Evolução do investimento direto em princípio direcional (2008-2017).....	35
3.3.1. Comparação internacional de estatísticas de investimento direto	37
3.3.2. Análise por setor institucional	39
3.3.3. Análise por setor de atividade económica residente	40
3.4. Análise por economia de contraparte imediata.....	42
4. Novas estatísticas de investimento direto: Desafios	48

4.1. SPEs e “Capital em trânsito”	49
4.2. Fenómeno de Round-tripping	51
4.3. Estatísticas por beneficiário final.....	52
4.3.1. Lógica de IDE – Investidor/controlador final	53
4.3.2. Lógica de IDE – metodologia e resultados para Portugal	59
4.3.3. Lógica de IPE – Beneficiário final	63
4.3.4. Lógica de IPE – metodologia e resultados para Portugal	64
4.4. Estatísticas de investimento direto de raiz (<i>greenfield</i>).....	66
4.4.1. Metodologia e discussão de resultados	68
5. Conclusão	73
Referências bibliográficas.....	75

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1 - Representação gráfica do IDP	19
Figura 2 - Exemplo de um grupo económico.....	26
Figura 3 - FDIR – Relações com o Investidor Final.....	27
Figura 4 - Impacto do investimento direto nas estatísticas externas (2008-2017).....	32
Figura 5 - Evolução das posições de IDE e IPE, acompanhada das respetivas variações	35
Figura 6 - Posições e transações de investimento direto, com detalhe por SPEs residentes	37
Figura 7 – Classificação com base na posição líquida de investimento direto em 2016 (em % PIB) versus variação da posição líquida em % PIB (2009-2016)	38
Figura 8 - Composição das entidades integradas em grupos (2016)	39
Figura 9 – TOP6 Posições de IDE por setor de atividade (2017 versus 2008)	41
Figura 10 - Posição de IPE por setor de atividade (2008-2017)	41
Figura 11 - TOP10 Posições de investimento direto de 2017 por direção do investimento.....	43
Figura 12 – Exemplo de uma relação de IDE.....	44
Figura 13 – Peso do setor de atividade nos países do TOP3 contraparte imediata (2017): Holanda, Espanha e Luxemburgo.....	47
Figura 14 – Exemplo fictício de um grupo económico: conceitos.....	48
Figura 15 – Relações de grupo via uma SPE	50
Figura 16 - Um caso simples de <i>round-tripping</i>	51
Figura 17 – Ilustração do processo de realocação	54
Figura 18 - Exemplo de uma relação de grupo - controlo indireto	56
Figura 19 - Exemplo de uma relação de grupo - <i>effective minority control</i>	56
Figura 20 – Árvore de decisão para a identificação do UCI.....	57

Figura 21 - Posição IDE por contraparte imediata deduzida do valor associado de contraparte final (2016).....	61
Figura 22 – Principais posições de IDE que correspondem a fluxos diretos e indiretos de investimento direto (2016).....	63
Figura 23 - IPE em situação de controlo por economia beneficiária final – Volume de negócios (2014 e 2015).....	64
Figura 24 – Fluxograma das principais posições de IPE com controlo português por beneficiário final (2015).....	65
Figura 25 - Hipótese do Modelo 2: Entidade constituída em setembro de 2013	70
Figura 26 - Estatísticas de <i>greenfield</i> (modelo 2) – em % das posições totais de IDE (2008-2017)	71
Figura 27 – Distribuição de <i>greenfield</i> (modelo 2) pelo TOP10 economias de contraparte (2008-2017)	71
Figura 28 – Comparação internacional das estimativas de <i>greenfield</i> (2017)	72

ÍNDICE DE QUADROS

Quadro 1 - Perímetro de investimento direto: FDIR versus PMM (considerando a Figura 3)	27
Quadro 2 - Princípio ativo-passivo versus princípio direcional	29
Quadro 3 – Reconciliação entre as posições de investimento direto em princípio ativo-passivo e em princípio direcional (2013-2017)	34
Quadro 4 - Posições líquidas de investimento direto por agregado geográfico (2008-2017)	45
Quadro 5 – Resumo das principais metodologias de apuramento do investidor/controlador final	58

LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

BCE	Banco Central Europeu
BMD4	<i>OECD Benchmark Definition of Foreign Direct Investment</i> , 4th Edition, 2008. O manual fornece diretrizes operacionais sobre a atividade de investimento direto estrangeiro, através da definição de um padrão mundial para a recolha e produção de estatísticas de investimento direto.
BoP	<i>Balance of Payments</i> (Balança de Pagamentos)
BPM6	<i>Balance of Payments and International Investment Position Manual</i> , 6th Edition, emitido pelo Fundo Monetário Internacional, 2009.
BPstat	Estatísticas Online - Banco de Portugal
CCE	Código de Classificação Estatística
COPE	Comunicação de Operações e Posições com o Exterior
EBF	Estatuto de Benefícios Fiscais
EDP	Energias de Portugal, S.A.
EUROSTAT	Direcção-Geral (DG) da Comissão Europeia
FATS	<i>Foreign affiliates statistics</i>
FDI	<i>Foreign Direct Investment</i>
FDIR	<i>Framework for Direct Investment Relationships</i>
FMI	Fundo Monetário Internacional (IMF – <i>International Monetary Fund</i>) criado em 1945, é uma organização de 189 países cujos objetivos consistem em promover políticas cambiais sustentáveis a nível mundial, facilitar o comércio internacional e reduzir a pobreza a nível mundial.
GNP	<i>Gross National Product</i> (Produto Interno Bruto)
ID	Investimento Direto
IDE	Investimento Direto do exterior em Portugal
IDP	<i>Investment Development Path</i>
IES	Informação Empresarial Simplificada

IFDI	<i>Inward FDI (Foreign Direct Investment)</i>
INE	Instituto Nacional de Estatística
IPE	Investimento Direto de Portugal no exterior
IRC	Imposto de Rendimento Coletivo
IRS	Imposto de Rendimento Singular
M&A	<i>Mergers and Acquisitions</i> (Fusões e aquisições)
MNE	<i>Multinational Enterprise</i> (Empresa Multinacional)
NOI	<i>Net Outward Investment</i>
OCDE	Organização de Cooperação e Desenvolvimento Económico
OECD	<i>Organisation for Economic Co-operation and Development</i> é uma organização internacional cujos objetivos procuram coordenar políticas que promovam a prosperidade, a igualdade, a oportunidade e o bem-estar de todos.
OFDI	<i>Outward FDI (Foreign Direct Investment)</i>
OLI	<i>Ownership, Location and Internalisation</i>
ONU	Organização das Nações Unidas
PAEF	Programa de Assistência Económica e Financeira
PIB	Produto Interno Bruto
PII	Posição de Investimento Internacional
PME	Pequenas e Médias empresas
PMM	<i>Participation Multiplication Method</i>
PT	Portugal (com base nos códigos ISO 3166-1 alfa-2)
SGPS	Sociedades Gestoras de Participações Sociais
SNF	Sociedades não Financeiras
SPE	<i>Special Purpose Entities</i> (Sociedades de Propósito Específico)
UCI	<i>Ultimate Controlling Investor</i> (país de contraparte final)
UCP	<i>Ultimate Controlling Parent</i> (empresa-mãe em última instância)

UHC	<i>Ultimate Host Country</i> (país beneficiário final)
UIC	<i>Ultimate Investor Country</i> (país investidor final)
UNCTAD	<i>United Nations Conference on Trade and Development</i> (Conferência das Nações Unidas sobre Comércio e Desenvolvimento) é uma organização que procura a integração de países em desenvolvimento na economia mundial.
ZFM	Zona Franca da Madeira

1. INTRODUÇÃO

O presente trabalho de projeto surge no âmbito de um estágio académico com a duração de 9 meses (outubro de 2017 a junho de 2018) realizado no Departamento de Estatística do Banco de Portugal, no núcleo de Estatísticas da Posição de Investimento Internacional da área de Estatísticas da Balança de Pagamentos e da Posição de Investimento Internacional, e que demonstra um trabalho de produção de estatísticas de qualidade e reconhecimento.

Dada a importância da produção de estatísticas de qualidade sobre a economia portuguesa, foi necessário efetuar uma análise de exploração mais profunda do Investimento Direito (ID), de forma a responder a questões que nos permitem aferir sobre a relevância do mesmo nas estatísticas externas, constatando-se a posição de Portugal.

No contexto do BPM6 (*Sixth Edition of the IMF's Balance of Payments and International Investment Position Manual*), o investimento direto apresenta-se como uma categoria funcional de investimento transfronteiriço através do qual um investidor residente numa determinada economia tem o controlo ou um grau significativo de influência sobre a gestão de uma empresa residente numa outra economia. Desta forma, e em virtude das suas características, o investimento direto promove a criação de relações estáveis e duradouras entre economias, uma vez que permite o acesso direto por parte dos investidores diretos a unidades de produção nas respetivas economias recetoras desse mesmo investimento.

Para além dos seus efeitos diretos, o investimento direto tem um impacto mais alargado, nomeadamente no mercado de trabalho, através da criação de postos de trabalho, e nos mercados financeiros, constitui uma importante fonte de capital, sendo particularmente relevante em questões de restrições de liquidez bancária.

1.1. CONTEXTO E IDENTIFICAÇÃO DO PROBLEMA

A existência de estatísticas que nos permitem medir o investimento direto é fundamental para fins de Balança de Pagamentos (BoP) e de Posição de Investimento Internacional (PII), sendo este um dos protagonistas da globalização. Em particular, estas estatísticas revelam-se promissoras para avaliar a dimensão e a composição dos ativos e passivos de um país, avaliando assim as suas vulnerabilidades.

No entanto, grande parte do interesse político no investimento direto não está relacionado com as análises BoP e PII, mas sim com o papel que o investimento direto desempenha como motor de transmissão de conhecimento e de ideias entre economias, bem como com o seu impacto no crescimento económico, na produtividade, emprego, comércio, investimento e inovação, tanto na economia investidora como na economia recetora.

O crescimento das novas tecnologias permitiu reduzir os custos de circulação de ideias, facilitando a transferência de tecnologia entre os países. De facto, se por um lado as grandes empresas multinacionais conseguiam coordenar os processos logísticos mais complexos e sofisticados à escala

global graças à rapidez e baixo custo nas comunicações; países menos desenvolvidos passaram a ser mais competitivos na produção de bens com elevado conteúdo tecnológico (UNCTAD, 1999 e 2005).

Esta mudança e o constante aumento da globalização conduziu assim à criação de novas oportunidades para países menos desenvolvidos ao acederem facilmente às tecnologias mais avançadas dos países desenvolvidos. No entanto, nem todos os países conseguiram tirar proveito das grandes cadeias de valor globais. No caso de Portugal, decorrente do estado económico e financeiro que o país patenteou nos últimos anos (elevado endividamento externo e a presença de um Programa de Ajustamento Económico e Financeiro (PAEF) a partir de 2011), refletiram-se constantes mudanças nos fluxos de IDE. Como resultado, tornou-se cada vez mais difícil alcançar a crescente competição global no que diz respeito à captação de investimento direto estrangeiro (IDE), dado que “Portugal apresenta uma performance institucional bastante inferior às melhores práticas europeias em áreas chave para a atração de IDE” (Júlio, Alves e Tavares, 2013).

Para além disso, as estatísticas tradicionais de investimento direto da BoP e PII (utilização do princípio ativo/passivo) não são muito úteis no que se refere à análise dos aspetos acima mencionados, uma vez que não permitem aferir de forma direta a todas estas externalidades. Neste sentido, destacam-se problemas relacionados com o investimento direto via *Special Purpose Entities* (SPEs), bem como outras formas de capital em trânsito; e com o investimento direto com base no *Ultimate Investor Country*, em complemento com o *Ultimate Host Country*.

É desta forma que o investimento direto assume hoje formas de análise mais complexas.

1.2. OBJETIVOS DO PROJETO

Para além do interesse analítico, existe a necessidade de reagir às constantes revisões da Comissão Europeia que aumenta os requisitos de reporte aos compiladores estatísticos. Deste modo, o desafio principal passa pela preparação de estudos através da criação de modelos e estimação de potenciais *proxys* com o intuito de melhorar a qualidade das estatísticas apresentadas.

Neste contexto, pretende-se dar resposta a duas necessidades essenciais:

1. Por um lado, desenvolver uma análise da base de dados de investimento direto do Banco de Portugal de forma a melhor conhecer a riqueza da informação existente;
2. Por outro, procurar novas abordagens analíticas relativamente a estatísticas de investimento direto.

Neste cômputo, com base na *Research Agenda* que consta no manual de referência do investimento direto, *OECD Benchmark Definition of Foreign Direct Investment*, que realça as questões relativas às análises das estatísticas de investimento direto que necessitam de ser exploradas, de forma a apurar o impacto esperado do IDE numa dada economia, tornou-se fundamental a realização deste projeto que exige uma investigação mais profunda relativamente ao acréscimo de requisitos em matéria de investimento direto; facilitando assim, a análise do processo de globalização.

Para dar resposta à primeira necessidade identificada, o projeto tem por objetivo analisar o contributo do investimento direto nas estatísticas externas de Portugal, em particular na balança de pagamentos e na posição de investimento internacional, bem como investigar a evolução do investimento direto no período compreendido entre 2008 e 2017, tendo em consideração o detalhe da informação granular neste intervalo, por país/região de contraparte imediata e setor institucional. Relativamente à segunda, a investigação tem como foco principal as estatísticas por beneficiário final e as estatísticas de *greenfield*. Em particular, dada a sua relevância e ausência de referenciais metodológicos, este projeto tem como objetivo específico investigar métodos de cálculo de *proxys* da variável *greenfield* no estudo de transações (e não posições) na lógica do Investimento Direto Estrangeiro (*inward*).

1.3. ORGANIZAÇÃO DO RELATÓRIO

O documento está organizado em cinco capítulos e referências bibliográficas. Os dois primeiros capítulos incidem sobre considerações teóricas, onde é efetuado um enquadramento relativamente ao conceito de Investimento Direto Estrangeiro. No primeiro, apresenta-se o tema e identifica-se o problema que conduz à investigação, assim como a definição de objetivos e a sua importância; o segundo assenta na revisão dos principais conceitos de acordo com manuais metodológicos e com recurso a outros documentos. O Capítulo 2 resume também o enquadramento metodológico.

Os dois capítulos seguintes versam sobre questões analíticas. O Capítulo 3 é dedicado à primeira fase do projeto, tendo por base uma análise que enfatiza a relevância do investimento direto nas estatísticas externas, bem como o seu impacto em termos líquidos na balança corrente e de capital, na balança financeira e na posição de investimento internacional. Numa segunda fase, avalia-se a evolução do investimento direto, através do confronto entre a evolução do Investimento Direto de Portugal no Exterior (IPE) e o Investimento direto do Exterior em Portugal (IDE) no período de 2008 a 2017. Prossegue-se para a componente *não standard*, descrita no Capítulo 4, que nos permite responder às novas abordagens do investimento direto e perceber quais os desafios colocados aos compiladores de estatísticas.

No que concerne à análise dos dados de investimento direto em Portugal, bem como às técnicas de recolha de dados nas suas diferentes etapas, foram utilizados, primeiramente, dados da base de dados de Investimento Direto no âmbito do programa de estágio; de seguida, foram também utilizados dados que se encontram disponíveis no BPstat | Estatísticas Online, no sítio institucional do Banco de Portugal na internet, tendo em consideração as questões de confidencialidade que limitam a divulgação de dados desagregados. Deste modo, foi necessária a utilização do *software* de programação *SAS Enterprise Guide* para a importação, análise e tratamento dos dados, assim como as ferramentas do Microsoft Office, essencialmente o Excel (produção de *PivotTables*, criação e automatização de tabelas e respetivos gráficos) para a apresentação dos resultados finais.

O Capítulo 5 debruça-se sobre a conclusão do projeto, tecendo algumas considerações quanto ao seu contributo para a investigação em questão. Por último, o relatório apresenta as referências bibliográficas.

2. ENQUADRAMENTO TEÓRICO

Atualmente tem-se assistido a uma grande mudança na economia mundial. As economias nacionais eram entidades autónomas, isoladas umas das outras por barreiras ao comércio, pela distância, fusos horários e idioma, e por diferenças na política governamental, cultural e sistemas de negócios. Hoje, devido aos avanços na tecnologia de transporte e telecomunicações, as barreiras ao comércio e ao investimento transfronteiriço têm vindo a diminuir (Baier & Bergstrand, 2001). Estamos, cada vez mais, perante um processo de globalização, onde as economias nacionais integram um sistema económico global e interdependente. É desta forma que assistimos hoje quer à globalização dos mercados, quer da produção.

A globalização dos mercados refere-se à fusão de mercados nacionais historicamente distintos e separados num único mercado global. Por seu turno, a globalização da produção refere-se ao fornecimento de bens e serviços provenientes de diversos países, de forma a tirar partido das diferenças nacionais relativamente aos custos e qualidade dos fatores de produção (trabalho, energia, terra e capital). Como consequência, as empresas esperam reduzir os custos de produção e/ou melhorar a qualidade e oferta dos seus produtos, tornando-os assim mais competitivos (Hill, 2007).

Por conseguinte, este fenómeno tem vindo a colocar novos desafios e oportunidades às empresas a nível mundial, o que se tem refletido numa maior internacionalização das mesmas. Com efeito, o mercado tornou-se cada vez mais global e competitivo.

Neste contexto, é fundamental começar por definir alguns conceitos relativos ao comércio internacional, nomeadamente os de empresa multinacional e investimento direto estrangeiro (IDE). Uma **empresa multinacional** (MNE – acrónimo de *Multinational Enterprise*) possui atividades produtivas em dois ou mais países, ou seja, controla ou possui ativos localizados em países que não o seu país de origem (OECD, 2008). O **investimento direto estrangeiro** ocorre quando um investidor residente numa determinada economia tem o controlo ou um grau significativo de influência sobre a gestão de uma empresa residente numa outra economia.

Assim, as MNEs são, efetivamente, um canal fundamental da globalização, dada a sua importância para a troca de capital, bens, serviços e conhecimento entre países e de muitas cadeias de valor globais.

2.1. PROCESSO DE INTERNACIONALIZAÇÃO – PARADIGMA ECLÉTICO DE DUNNING

No que concerne ao processo de internacionalização, importa referir a contribuição de Dunning (1993), uma vez que a mesma constitui o ponto de partida para muitas das análises seguintes sobre esta questão.

A teoria eclética de Dunning procura explicar o processo de internacionalização recorrendo a três subparadigmas que reunidos formam o paradigma OLI (*Ownership, Location and Internalisation*) - enquadramento concetual mais influente no que concerne ao IDE.

Com base no paradigma eclético da produção internacional (Dunning 1988, 1993) e na aplicação do mesmo, pretende-se entender a interação entre o investimento direto estrangeiro (IDE) e as vantagens competitivas de um país ao passar pelas diferentes fases do desenvolvimento económico. Neste contexto, considera-se a conjugação das variáveis independentes de propriedade, localização e internalização (OLI - *Ownership, Location and Internalisation*).

O paradigma eclético sugere que a extensão e a natureza das atividades no exterior de uma empresa de uma nacionalidade específica dependem do grau em que estas podem obter acesso a tecnologia, *know-how*, recursos ou outra forma de ativos geradores de rendimento que os seus concorrentes não possuem ou não têm acesso; ou seja, procura por uma vantagem competitiva relativa face à concorrência - vantagens específicas de propriedade (O - *Ownership*).

Em segundo lugar, devem existir recursos naturais ou ativos criados no país estrangeiro que a empresa considere benéficos combinar ou que adicionem valor às suas vantagens de propriedade, ao invés da própria produção no país de origem - vantagens específicas de localização (L - *Location*).

Em terceiro lugar, uma vez que a empresa possui certas vantagens de propriedade, para realizar IDE, deve considerar vantajoso possuir ou controlar essas atividades de valor agregado. Oferece, assim, um quadro de avaliação com base em quatro critérios de decisão: risco, controlo, retorno e recursos, de modo a explorar as competências da própria empresa - vantagens específicas de internalização (I - *Internalisation*).

Da mesma forma, a configuração exata e a relevância das características OLI relativamente às MNEs dependem do país (ou região), dos fatores específicos do setor e da empresa. Assim, a propensão de entidades de uma determinada nacionalidade no que se refere ao IDE, será afetada pelo nível de condições políticas, culturais e económicas dos seus países de origem.

Neste cômputo, a composição de IDE realizado pelas MNEs passa por, pelo menos, dois conjuntos de fatores específicos do país. Destaca-se a política governamental, fatores naturais, a qualidade do capital humano, as infraestruturas comerciais, tecnológicas e de comunicações existentes e a cultura empreendedora e empresarial. Ao nível da empresa, as características do paradigma OLI dependem de variáveis como a dimensão da empresa, grau de internacionalização, estratégias de gestão organizacionais e da capacidade inovadora da empresa.

Por seu turno, Dunning (1981) propôs o estudo do *Investment Development Path* (IDP), introduzido como uma abordagem dinâmica ao Paradigma Eclético OLI e que foi desenvolvido para entender a relação dinâmica entre o investimento direto estrangeiro (IDE) e o nível de desenvolvimento de um determinado país (Dunning 1988, 1993; Dunning e Narula 1996; Narula 1996).

O IDP sugere uma associação entre o nível de desenvolvimento de um país (*proxy* do Produto Interno Bruto – PIB - per capita) e da sua posição de investimento internacional, obtido pelo *stock* líquido de IDE que se baseia na subtração dos *outflows* de IDE pelos *inflows* de IDE. A hipótese

subjacente a esta abordagem revela assim que, à medida que um país se desenvolve, as condições enfrentadas pelas empresas domésticas, quer pelas estrangeiras alteram-se; tendo, naturalmente, impacto sobre os fluxos de IDE. Por sua vez, estes fluxos afetam também a estrutura económica de um país, uma vez que há uma interação dinâmica entre os dois.

Deste modo, as alterações nas características OLI indicam a propensão de um país a investir no exterior ou a atrair investimento direto do exterior, uma vez que com o desenvolvimento do país e o consequente aumento das vantagens de propriedade, as empresas domésticas tendem a arriscar mais e a realizar investimento direto estrangeiro. À medida que ocorrem estas alterações na configuração OLI das empresas, a posição líquida de investimento direto altera-se, pois, o mercado doméstico torna-se mais atrativo para as empresas estrangeiras (Dunning, 1993).

Em suma, o paradigma eclético possibilita a compreensão das vantagens que foram tidas em conta pelas empresas portuguesas e que levaram à realização de IDE, bem como à sua preeminência quando comparado com outros modos de entrada.

Contudo, surgem hoje diversas questões relativamente ao seu impacto e aos efeitos que estas vantagens fomentam no desenvolvimento de um país, com especial destaque para a análise realizada por Rajneesh Narula e John H. Dunning (2010), na reavaliação do papel do IDP.

É importante realçar os princípios fundamentais do IDP segundo os quais existe, de facto, uma relação sistemática entre a estrutura e a natureza das atividades de IDE associadas a um determinado país, e a estrutura económica desse país, refletindo-se por sua vez no nível de desenvolvimento económico. Por conseguinte, a relação dinâmica entre os três grupos de vantagens anteriormente mencionados (vantagens de propriedade (O), localização (L) e internacionalização (I)), constitui o ponto-chave para o impacto das MNEs no desenvolvimento de um país, pressupondo a existência de cinco etapas de desenvolvimento económico percorridos por um país, nos quais as vantagens de algumas empresas relativamente a empresas de outras económicas se vão modificando.

Relativamente à primeira etapa do IDP, encontram-se os países menos desenvolvidos, refletindo uma posição líquida de investimento direto (NOI - acrónimo de *Net Outward Investment*) negativa uma vez que, face às suas reduzidas vantagens de (O) e (L), ao mercado interno limitado, à falta de infraestruturas e à mão-de-obra pouco qualificada, estes são recetores de investimento direto externo.

Na segunda etapa, verifica-se uma maior atratividade do país, assistindo-se a um crescimento significativo dos fluxos de entrada de IDE (IFDI – acrónimo de *inward FDI*), fundamentalmente em recurso naturais e bens primários. Porém, os fluxos de investimento direto efetuados no exterior (OFDI - acrónimo de *outward FDI*) permanecem muito baixos, em resultado das reduzidas vantagens competitivas das empresas domésticas face às empresas estrangeiras, obtendo-se um NOI cada vez mais negativo.

No que diz respeito à terceira etapa, enquadram-se os chamados países emergentes, observando-se um aumento do OFDI à medida que as empresas domésticas começam a desenvolver as suas próprias vantagens competitivas, atingindo os significativos fluxos de IFDI. No entanto, apesar

desta evolução, os *stocks* de IFDI continuam a registar valores mais altos, fazendo com que o NOI permaneça negativo.

Na quarta etapa, assiste-se a uma mudança crucial no NOI, devido ao acréscimo das vantagens competitivas das empresas domésticas e da expansão das suas atividades para o exterior, motivada pela procura de mercados e mão-de-obra mais barata, assim como pela aquisição de ativos estratégicos. É desta forma que o crescimento contínuo de OFDI dá origem a uma posição líquida de investimento direto positiva.

Por fim, os países mais desenvolvidos, patentes na quinta etapa, registam uma posição líquida de investimento direto em resultado da homogeneidade das suas estruturas económicas, isto é, elevados *stocks* de OFDI e IFDI.

Desta abordagem resulta a representação gráfica do IDP presente na **Figura 1** que relaciona o *stock* líquido de IDE (NOI) de um país ao seu nível de desenvolvimento económico, frequentemente mensurado pelo Produto Interno Bruto per capita (GNP - acrónimo de *Gross National Product*).

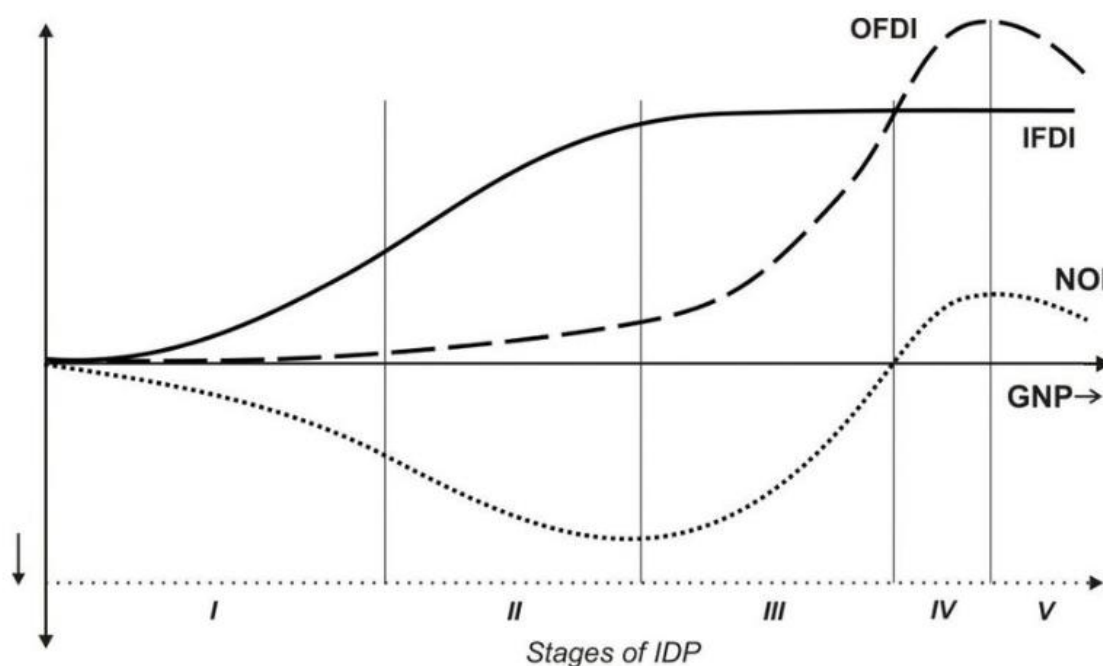


Figura 1 - Representação gráfica do IDP

Fonte: Narula e Dunning, 2010

Todavia, estes autores defendem que a utilização do IDP para analisar a quantidade de IDE num determinado país traduz-se numa relação causal entre o IDE e o PIB. Assumindo que correlações não implicam causalidade, não é inteiramente correto referir que existe uma causalidade direta entre o IDE e o nível de desenvolvimento de um país. Para além disso, o IDP foca-se no desenvolvimento a nível nacional, embora grande parte das alterações ocorram ao nível da empresa, nas interações complexas entre a empresa e o ambiente, isto é, o contexto social e cultural em que se encontram, o

quadro institucional e organizacional, bem como as infraestruturas disponíveis. Posto isto, é possível concluir que, o impacto das MNEs no desenvolvimento pode ser mais significativo ao nível da indústria do que propriamente do país.

Neste sentido, para Narula e Dunning (2010), um aumento de IDE (ou da atividade de uma MNE) nem sempre produz um aumento do desenvolvimento, uma vez que não existem fundamentos suficientes que comprovem que os países se movimentam mais rapidamente pelas diversas etapas do IDP, apenas porque a atividade das MNEs aumentou.

De salientar ainda que, antes da liberalização económica, as MNEs respondiam às oportunidades de negócio, essencialmente, através do estabelecimento de réplicas “em miniatura” das mesmas na própria economia doméstica, apesar de que a sua extensão variasse notavelmente entre os países (Dunning & Narula, 2004).

Nos dias que correm, a utilização de réplicas “em miniatura” por parte das MNEs quando recorrem a investimentos *greenfield* – novo investimento – revela-se pouco significativa, na medida em que, com a globalização das suas operações, muitas réplicas foram integradas em afiliadas de atividade única.

Deste modo, uma das grandes questões que ainda se coloca assenta no desenvolvimento associado às MNEs que se foca excessivamente na atração de novos (iniciais) estabelecimentos afiliados de MNEs. Porém, da perspetiva do desenvolvimento, não é tido em consideração o facto de que qualquer afiliado possa estar sujeito a alterações na própria estrutura interna.

2.2. MOTIVAÇÕES PARA O INVESTIMENTO DIRETO ESTRANGEIRO

Antes de examinar as principais motivações e em que circunstâncias as empresas realizam IDE, é importante salientar que as mesmas foram constituídas sobre o paradigma OLI, que explica **porque** (vantagem de propriedade) e **como** (vantagem de internalização) uma empresa decide tornar-se uma multinacional e **onde** (vantagem de localização) é mais vantajoso investir.

Neste contexto, Franco (2008) distingue quatro tipos de motivações: a procura de recursos, mercados, eficiência e de recursos estratégicos.

O investimento motivado pela procura de recursos (*resource seeking*) tem como propósito o acesso a recursos inexistentes no país de origem, tais como recursos naturais ou matérias-primas, ou que estão disponíveis a um custo menor, permitindo assim que a empresa se torne mais competitiva.

A procura de mercado (*market seeking*) visa o investimento noutros países com o intuito de obter melhores condições e/ou oportunidades oferecidas por mercados de maior dimensão. Permite não só a exploração e conquista de novos mercados bem como possuir uma maior presença física nos mercados já existentes.

O investimento movido pela procura de eficiência (*efficiency seeking*) permite que a empresa que realiza IDE beneficie das diferenças e especificidades de cada mercado no que diz respeito ao custo e disponibilidade dos fatores de produção. Para além disso, possibilita a maximização da eficiência da empresa através de benefícios provenientes de economias de escala e de gama.

O investimento motivado pela procura de ativos estratégicos (*strategic asset seeking*) é, em alguns casos, uma motivação considerada em separado das restantes, uma vez que tem como objetivo a aquisição e consolidação de novas competências e recursos, através do acesso a tecnologias mais avançadas, ao invés de explorar os ativos existentes no país de origem.

Os quatro tipos de motivações acima mencionados não são necessariamente mutuamente exclusivos. De facto, a produção internacional pode ser, inicialmente, compreendida como uma estratégia de procura de mercado; porém, à medida que as dotações do país recetor mudam, este torna-se menos atrativo. Como resultado, a empresa investidora procura integrar as operações das suas subsidiárias estrangeiras numa rede global de investimentos motivado pela procura de eficiência ou procura de ativos estratégicos. Para além disso, é possível que o país possua dotações que o tornam mais atrativo no que diz respeito a investimentos motivados pela procura de recursos, porém, as barreiras ao comércio introduzidas pelo governo, conduzem a uma procura de mercado também.

Como referido anteriormente, a análise realizada por Dunning (1993) é reconhecida como um ponto de partida primordial. Mais tarde, Franco, Rentocchini e Marzetti (2008) propuseram uma taxonomia modificada descrevendo as motivações para a realização de IDE com base nas etapas sobre as quais uma MNE enfrenta no momento em que decide investir em determinado país, não sendo por isso baseada no paradigma OLI.

2.2.1. Procura de recursos (*Resource seeking*)

Segundo a perspetiva de Dunning, um dos motivos pelos quais uma empresa decide realizar atividades de IDE está relacionado com a procura de recursos. Estes recursos referem-se a recursos naturais, mão-de-obra não qualificada, podendo também incluir outros fatores como competências tecnológicas e de gestão.

No entanto, Franco, Rentocchini e Marzetti utilizam o termo *recursos* quando se referem a recursos e mão-de-obra naturais escassos, qualificados e não qualificados. Relativamente às competências tecnológicas argumentam que esses ativos devem ser considerados como ativos não negociáveis, não devendo ser incluídos na “procura de recursos”, na medida em que estes influenciam as decisões subjacentes à realização de IDE se não forem passíveis de transação no mercado.

No que diz respeito à mão-de-obra qualificada, embora o objetivo de adquirir capital humano seja normalmente considerado como uma procura de ativos estratégicos, o facto de ser possível aceder às competências dos trabalhadores através de, por exemplo, contratos de mercado, torna-o um recurso transacionável; pelo que deve ser incluído como fator na motivação de procura de recursos.

2.2.2. Procura de mercado (*Market seeking*)

Um segundo motivo relativo à decisão de uma MNE realizar IDE passa pela procura de mercado. O principal objetivo reside na exploração de um mercado estrangeiro, ou mercados adjacentes, que seja do interesse da MNE, fornecendo-lhes bens e serviços. Porém, surgem algumas questões relativas a esta motivação uma vez que o mercado externo a explorar pode não ser necessariamente aquele em que o investimento é realizado. De facto, ou a empresa está interessada na exploração do mercado do país onde ocorre efetivamente o IDE, ou o país para o qual o IDE é direcionado consiste apenas numa plataforma financeira a partir da qual é possível exportar para mercados dos países vizinhos.

Deste modo, é fundamental analisar os fatores subjacentes a estas escolhas. Se por um lado é importante avaliar as particularidades do país como a dimensão do mercado e as suas taxas de crescimento; por outro é também relevante verificar os diferenciais nas características do país onde ocorre o IDE, em comparação com os países vizinhos, nomeadamente as normas e regulamentos utilizados, os custos de mão-de-obra e ainda, os custos de transação.

De notar ainda que, os baixos custos de transação influenciam, frequentemente, o facto de uma MNE pretender realizar investimentos *greenfield* ou aquisições (tópico a ser explorado mais tarde).

2.2.3. Procura de ativos não comercializáveis (*Non-marketable asset seeking*)

Por último, sendo cada vez mais importante aumentar as *capabilities* das empresas (Augier e Teece, 2007) e manter uma vantagem competitiva, outro dos motivos que conduzem uma MNE a dedicar-se à atividade de IDE visa a aquisição de ativos que não são diretamente transacionáveis. Neste cômputo, uma vez que estes recursos não são passíveis de transação, a possibilidade de explorar esses ativos internacionalmente é limitada, estando apenas acessíveis a empresas que se localizam dentro do país, podendo estas aceder-lhes no contexto em que foram criados. Nestes casos, a alternativa passa pela realização de IDE no país recetor.

Desta forma, o conhecimento tecnológico que é construído com base nas competências locais não é reproduzido noutros locais, nem transferido através de fronteiras, visto que se tratam de recursos particularmente específicos da própria empresa e cultura. São, portanto, recursos não transacionáveis e que exigem a realização de investimento no estrangeiro; facilitando o acesso aos *spillovers* tecnológicos e de conhecimento.

Importa, ainda, referir que nesta motivação surgem questões relacionadas com a preferência das MNEs por *Joint Venture*, na medida em que estas possibilitam a colaboração e intercâmbio tecnológico, assim como o acesso aos trabalhadores que detêm conhecimento do processo de produção do ativo. No entanto, num mercado altamente competitivo, torna-se difícil estabelecer parcerias com outras empresas que possuam concorrência direta com as próprias MNEs, o que limita a transmissão de conhecimentos.

2.3. PRINCIPAIS CONCEITOS DE INVESTIMENTO DIRETO

2.3.1. Território económico e conceito de residência

O investimento direto surge no contexto das estatísticas externas e da globalização; sendo que estas estatísticas pretendem captar as operações transfronteiriças entre residentes de dois ou mais territórios económicos. Neste cômputo, o conceito de **residência** é um fator elementar para esta compilação estatística.

A residência de uma entidade (ou de uma unidade institucional) corresponde ao território económico com o qual possui a ligação mais forte, ou seja, o seu centro de interesse económico predominante OCDE (2008). Assim, cada unidade institucional deverá ser residente num único território económico. Pese embora algumas entidades, como é o caso das famílias, possam ter relações com mais do que uma economia, para a compilação de estatísticas externas consistentes torna-se fundamental a atribuição de um único território económico a cada unidade institucional com base em critérios objetivos e abrangentes. O conceito de território inclui assim o espaço geográfico gerido por um mesmo Estado (o território terrestre, aéreo, marítimo e insular), e os enclaves desse Estado localizados noutros territórios (consulados, embaixadas e bases militares).

Alinhado com o BPM6, o manual de referência do investimento direto da OCDE (2008), considera que uma unidade institucional possui o seu **centro de interesse económico** predominante num território económico:

- i. Quando a unidade institucional se mantém e pretende continuar a manter, indefinidamente ou por um período suficientemente longo, em atividades económicas de escala significativa dentro do território económico;
- ii. Se a unidade já se envolveu em atividades económicas e/ou transações de escala significativa no território por um ou mais anos, ou se o pretende fazer;

Em Portugal, as zonas francas da Madeira e dos Açores, também denominadas por *off-shore*, devem ser consideradas como território económico português.

2.4. INVESTIMENTO DIRETO NO CONTEXTO DA BALANÇA DE PAGAMENTOS

As estatísticas da balança de pagamentos registam as transações que ocorrem entre residentes e não residentes numa economia num determinado período de tempo. Numa ótica de partidas dobradas, todas as operações económicas e/ou financeiras registadas na balança de pagamentos apresentam uma contrapartida. A título ilustrativo, veja-se o caso de uma exportação de um serviço que tem como contrapartida o recebimento, por parte da economia residente, de um valor monetário associado. Contudo, referir que nem sempre as transações envolvem uma contrapartida monetária, dependendo se estas dão origem ou não a um pagamento. Assim, o registo na balança de pagamentos, mais do que o fluxo monetário, assenta no princípio da mudança de propriedade económica, ainda que muitas vezes coincidam.

A balança de pagamentos possui duas componentes principais simétricas:

- a) **Balança corrente e de capital** – que regista todas as transações sobre bens, serviços, rendimentos, transferências correntes, transações sobre ativos não financeiros não produzidos e transferências de capital. No caso particular dos rendimentos de investimento – onde se incluem rendimentos de investimento direto - o seu registo é efetuado na balança de rendimento primário;
- b) **Balança financeira** – que inclui as transações sobre ativos financeiros e passivos. Estas podem ser sob a forma de ações de empresas, títulos de dívida, empréstimos, derivados financeiros, créditos comerciais, ouro monetário e direitos de saque especiais.

O investimento direto apresenta-se como uma das cinco categorias funcionais da balança financeira, constituindo uma relação de investimento através do qual um investidor residente numa determinada economia tem o controlo ou um grau significativo de influência sobre a gestão de uma entidade residente numa outra economia. Reflete, assim, o objetivo de estabelecer uma **relação duradoura** entre uma empresa residente numa economia (investidor direto) e uma empresa (empresa de investimento direto) residente numa outra economia. Em termos concretos, essa relação é sobretudo estabelecida através da participação no capital com direito ao exercício do poder de voto.

O investimento direto inclui a transação inicial de capital através da qual se passa a deter **10% ou mais dos direitos de voto** e todas as transações e posições financeiras (posição de investimento internacional) subsequentes entre o investidor direto e a empresa de investimento direto incluídas no quadro da Relação de Investimento Direto Estrangeiro (FDIR – acrónimo de *Framework for Direct Investment Relationships* – definido pela OCDE no BMD4, que se encontra definida com maior detalhe na próxima secção deste relatório).

2.5. PERÍMETRO DE RELAÇÃO DE INVESTIMENTO DIRETO

Um **investidor direto** é uma entidade (unidade institucional) residente numa economia que exerce, direta ou indiretamente, pelo menos 10% dos direitos de voto de uma empresa residente noutra economia. Teoricamente, um investidor direto pode ser classificado em qualquer setor institucional da economia, podendo tomar uma das seguintes formas: indivíduo; grupo de indivíduos; empresa pública ou privada (qualquer que seja a sua constituição legal); grupo de empresas relacionadas; órgão governamental; *trust*; outra organização social; ou, qualquer combinação anterior.

Por oposição, uma **empresa de investimento direto** é uma entidade residente numa economia na qual um investidor direto residente numa outra economia detém, direta ou indiretamente, pelo menos 10% de direito de voto. Neste sentido, este limiar numérico, confere a evidência estatística necessária de que o investidor tem **influência** suficiente na sua gestão da empresa. Por outro lado, o investidor direto assume **controlo** da empresa de investimento direto na situação de detenção de mais de 50% dos direitos de voto.

As empresas de investimento direto podem tomar a forma de: i) subsidiárias; ii) associadas; ou, não incluídas na esfera do investimento direto:

- a) **Subsidiária** descreve-se como uma empresa na qual um investidor possui mais de 50% do seu direito de voto, ou seja, é controlada pelo investidor direto;
- b) **Associada** determina-se por uma empresa na qual um investidor possui, diretamente, pelo menos 10% do direito de voto e não mais de 50%;
- c) Empresa **não é incluída** no investimento direto quando uma empresa possui menos de 10% do seu direito de voto;

Para além do investidor direto e da empresa de investimento direto há ainda, dentro de uma relação de investimento direto, o conceito de **empresas irmãs**. Por empresas irmãs entende-se as entidades que se encontram sob controlo ou influência do mesmo investidor direto, apesar de entre elas não existir qualquer controlo ou influência (Banco de Portugal, 2015). É, ainda, importante realçar que, dentro do mesmo grupo económico, uma empresa pode ser investidor direto, empresa de investimento direto e/ou empresa irmã, em simultâneo.

2.5.1. FDIR – Framework for Direct Investment Relationships

Nas estatísticas externas, as empresas em relação de investimento direto são comumente assinaladas por empresas com relação de grupo. A **Figura 2** ilustra um grupo económico, por forma a se identificar as relações que se inserem no contexto do investimento direto (FDIR), método preferencial apresentado pelo BMD4 e BPM6 para avaliação do perímetro de um grupo de empresas no âmbito do investimento direto.

Neste exemplo, as empresas **A**, **B** e **C** estão em diferentes economias, sendo que a empresa **A** possui 80% do direito de voto na empresa **B** e 40% na empresa **C**. Logo, **A** é investidor direto de **B** e de **C** (empresas de investimento direto). Contudo, a empresa **A** detém controlo sobre **B**, mas apenas tem influência significativa sobre **C**. Estando **A**, **B** e **C** na mesma relação de investimento direto, **B** e **C** são consideradas empresas irmãs uma da outra.

Por sua vez, **D** e **E** são empresas de investimento direto de **B** (investidor direto); assim como de **A**, que é o controlador final via **B**.

Por fim, **F** é empresa de investimento direto de **C**, não sendo, porém, de **A**. Tal acontece pois **A** não detém mais de 50% dos direitos de voto de **C**. Assim, **A** é apenas controlador final de **B**, **C**, **D** e **E**.

Note-se que **B** e **C**, **D** e **C**, **D** e **E**, e **E** e **C** são empresas irmãs; todavia, **F** não é empresa irmã de nenhuma outra, já que **A** não é controlador final de **F**.

Deste modo, no contexto do FDIR, a elaboração de estatísticas de investimento direto na ótica da economia 1, teria em consideração as operações financeiras instituídas entre a empresa **A** – residente na economia 1 – e as empresas **B**, **C**, **D** e **E**, respetivamente residentes nas economias 2, 3 e 4, na medida em que todos os fluxos financeiros subsequentes entre empresas com relação de grupo residentes em economias diferentes devem ser captados no âmbito das estatísticas externas.

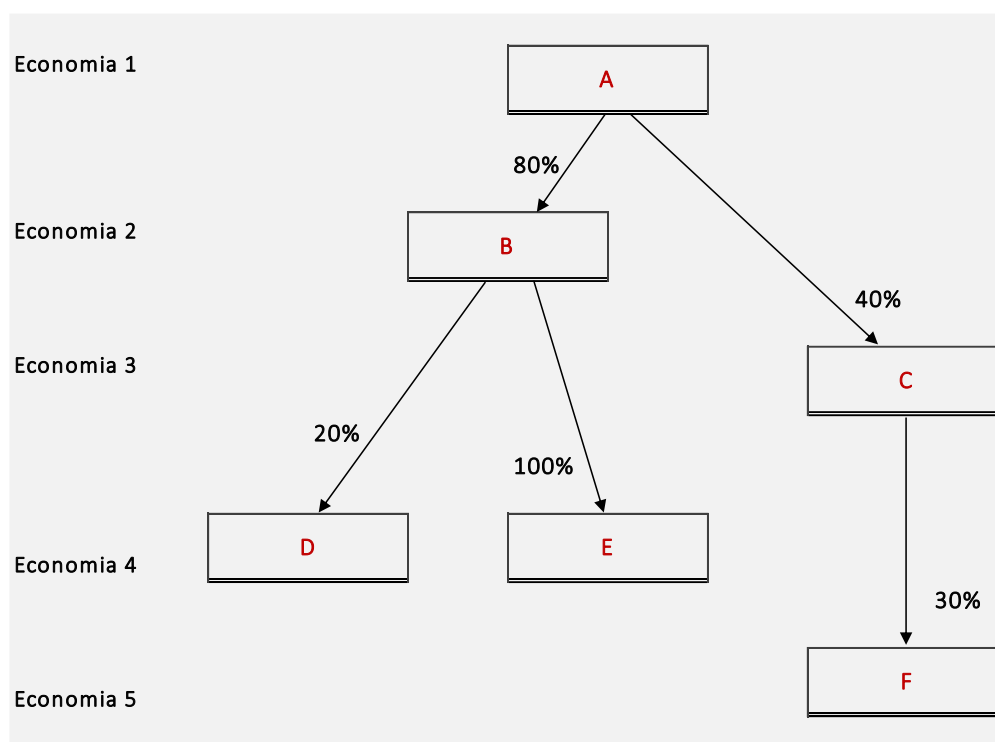


Figura 2 - Exemplo de um grupo económico
Fonte: Adaptado de Banco de Portugal (2015)

A **Figura 3** apresenta outro exemplo de um grupo económico, mas com relações mais complexas entre as suas várias empresas constituintes. O exercício que se pretende é semelhante ao caso anterior; perceber, na perspetiva da economia compiladora 1 (onde se localiza o controlador final **A**), quais as empresas que estão no âmbito de relação de grupo segundo a FDIR. De notar que nesta figura estão a ser representadas 3 economias distintas.

Neste exemplo, sendo **B** uma empresa subsidiária de **A** (mais de 50% dos direitos de voto), as empresas **E**, **F** e **G** estão indiretamente relacionadas a **A** (controlador final), encontrando-se, deste modo, numa relação de investimento direto com a mesma. De referir ainda que, a empresa **E** é uma subsidiária de **B** e as empresas **F** e **G** são associadas de **B** (menos de 50% dos direitos de voto).

Relativamente à empresa I, esta é controlada por D que, por sua vez, é uma associada de A, estando assim numa relação com a empresa A. Contrariamente, a empresa C é uma associada de A, e por isso, a empresa H não possui nenhuma relação com A; o mesmo acontece com a empresa J.

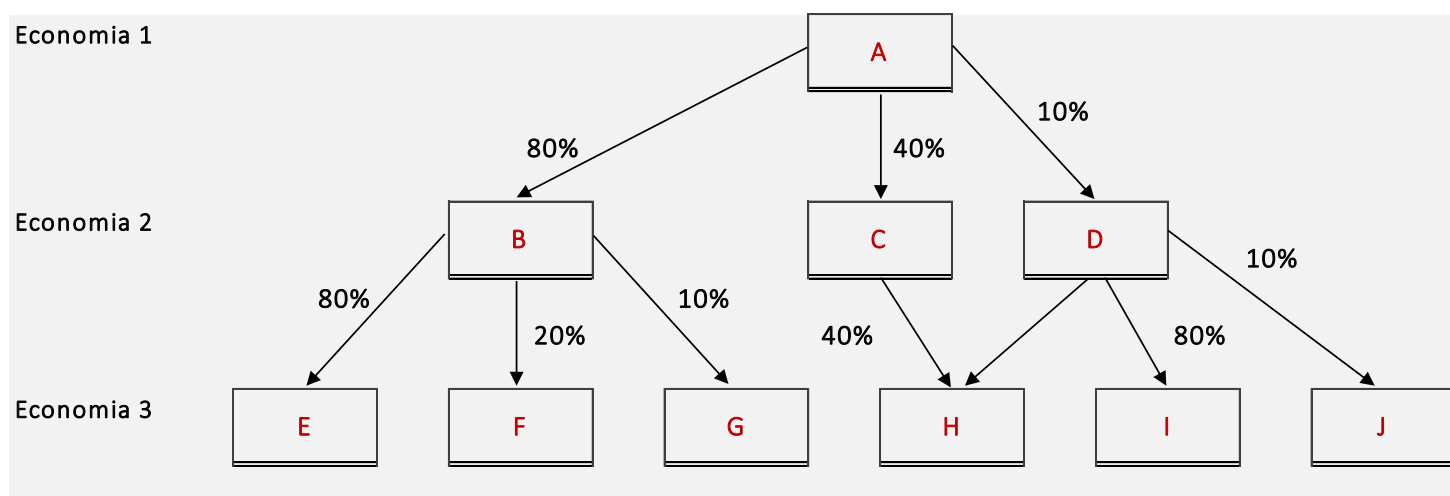


Figura 3 - FDIR – Relações com o Investidor Final

Fonte: OECD (2008)

A FDIR distancia-se do método de multiplicação de participação (*Participation Multiplication Method* - PMM), método alternativo sugerido pelos manuais, que se baseia no cálculo da percentagem de participações através da multiplicação direta e sucessiva das mesmas (percentagem de voto direto e percentagens de voto indiretos), sendo que a relação de investimento direto se quebra quando o resultado deste produto é inferior a 10%.

O **Quadro 1** permite aferir como o perímetro de uma relação de grupo (FDI) é diferente quer se considere o FDIR ou PMM, na perspetiva de compilação de estatísticas na ótica da economia 1 (empresa A). Neste exemplo, enquanto o FDIR considera na sua compilação todas as transações com as empresas E, F, G e I, o PMM inclui as empresas E, F e H (ver cálculos auxiliares no Quadro 1).

Relação com A	E	F	G	H	I	J
FDIR	FDI	FDI	FDI	-	FDI	-
PMM	FDI	FDI	-	FDI	-	-
% Voto	(0.8*0.8=0.64)	(0.8*0.2=0.16)	(0.8*0.1=0.08)	(0.4*0.4=0.16)	(0.1*0.8=0.08)	(0.1*0.1=0.01)

Quadro 1 - Perímetro de investimento direto: FDIR versus PMM (considerando a Figura 3)

Em suma, a FDIR estabelece critérios para determinar se existe uma relação de investimento direto com base nos conceitos de controlo e influência. Consiste na metodologia recomendada pelo BMD4 para identificar e determinar a extensão e o tipo de relações de investimento direto, permitindo aos compiladores de estatísticas externas determinar que operações económicas e financeiras com não residentes deverão ser incluídas na esfera de investimento direto.

2.6. ÓTICAS DE MENSURAÇÃO DO INVESTIMENTO DIRETO

Com a implementação do BPM6, a apresentação *standard* das estatísticas do investimento direto passou a seguir o princípio ativo-passivo, por oposição ao princípio direcional.

Segundo o **princípio ativo-passivo**, os dados de investimento direto são estruturados de forma a diferenciar os ativos financeiros dos passivos. As estatísticas de investimento direto tornam-se, assim, mais comparáveis com as restantes estatísticas macroeconómicas, nomeadamente, as estatísticas da balança de pagamentos, da posição de investimento internacional e das contas financeiras. Neste sentido, a participação de uma empresa residente no capital de uma empresa não residente é um exemplo de um ativo externo, uma vez que a empresa residente fica com direito sobre um ativo não residente; sendo que o raciocínio oposto se aplica a passivos (Banco de Portugal, 2015).

Contudo, segundo as recomendações da OCDE, os dados apresentados sobre este princípio, embora forneçam uma medida global agregada do investimento direto, não permitem uma análise apropriada por país de contraparte e/ou atividade económica.

Assim, no **princípio direcional**, a organização dos fluxos e posições de investimento direto assenta na direção da influência do investimento, na perspetiva da economia compiladora. Em termos práticos, os fluxos e posições de investidores residentes são classificados em investimento da economia compiladora no exterior; em contraste, os fluxos e posições de empresas de investimento direto residentes são classificadas em investimento do exterior na economia compiladora destas estatísticas.

As duas apresentações – princípio ativo-passivo e princípio direcional - envolvem as mesmas transações e posições de investimento direto, sendo possível diferenciá-las através das suas formas de classificação e agregação, como pode ser observado de forma mais sucinta na **Quadro 2**². Destaca-se, essencialmente, o tratamento do **investimento reverso** (investimento de empresas de investimento direto nos respetivos investidores diretos) e o registo das transações entre empresas irmãs.

As estatísticas de investimento direto produzidas segundo o princípio direcional fornecem, assim, mais informação para a identificação das relações de grupo, permitindo identificar que países estão a investir em Portugal ou nos quais Portugal está a investir. Permite também identificar as atividades económicas com maior atratividade a investimento estrangeiro. Estas apresentações são,

² UCI é o acrónimo de *Ultimate Controlling Investor* (país de contraparte final).

no entanto, complementares e não alteram o valor total do investimento direto líquido (ativos financeiros deduzido de passivos é igual ao Investimento direto de Portugal no exterior (IPE) deduzido de Investimento direto do exterior em Portugal (IDE)).

PRINCÍPIO ATIVO - PASSIVO	
Ativo (5) = (1) + (2) + (3) + (4)	Passivo (10) = (6) + (7) + (8) + (9)
IPE (1)	IDE (6)
+	+
IDE Reverso (2)	IPE Reverso (7)
+	+
IPE Irmã (UCI = PT) (3)	IDE Irmã (UCI = PT) (8)
+	+
IPE Irmã (UCI ≠ PT) (4)	IDE Irmã (UCI ≠ PT) (9)

PRINCÍPIO DIRECIONAL	
Investimento direto de Portugal no Exterior (11) = (1) - (7) + (3) - (8)	Investimento direto do Exterior em Portugal (12) = (6) - (2) + (9) + (4)
IPE (1)	IDE (6)
-	-
IPE Reverso (7)	IDE Reverso (2)
+	+
IPE Irmã (UCI = PT) (3)	IDE Irmã (UCI ≠ PT) (9)
-	-
IDE Irmã (UCI = PT) (8)	IPE Irmã (UCI ≠ PT) (4)

$$\text{Saldo} = \text{Ativo} - \text{Passivo} = \text{IPE} - \text{IDE}$$

Quadro 2 - Princípio ativo-passivo versus princípio direcional

3. ANÁLISE DA BASE DE DADOS DE INVESTIMENTO DIRETO

Neste capítulo é explorada a base de dados de investimento direto do Banco de Portugal, com enfoque na economia portuguesa. Em primeiro lugar, é aferido o contributo desta categoria funcional nas estatísticas externas, nomeadamente na balança de pagamentos e na posição de investimento internacional (PII). Em segundo lugar, a evolução do investimento direto no período entre 2008 e 2017 é analisado com detalhe por país/região de contraparte e setor institucional.

Apesar de Portugal apresentar fluxos de IDE mais baixos comparativamente a muitos países europeus (em % do PIB), continua a patentear de um ambiente empresarial favorável. De facto, residem em Portugal empresas internacionais de grande relevância, resultando num impacto significativo no incremento da produtividade do país, com maior destaque nas áreas metropolitanas de Lisboa e Porto (Ernst & Young (EY), 2017). Concretamente, em Maio de 2018, um estudo realizado pela Central de Balanços do Banco de Portugal, vem efetivamente confirmar que, as sedes das empresas integradas em grupos (setor institucional das sociedades não financeiras – SNF) encontram-se localizadas, maioritariamente, no distrito de Lisboa; seguindo-se do distrito do Porto. Em particular, estes distritos concentram 40% e 17%, respetivamente, do número de empresas em 2016. Foram, também, destacados os distritos de Braga, Aveiro e Setúbal.

Em maio de 2017, constatou-se que Portugal conseguiu captar o maior valor de investimento direto estrangeiro dos últimos anos, segundo os dados divulgados pelo Inquérito à Atratividade de Portugal 2017, realizado pela EY. Neste é referido que a Alemanha e Espanha foram, em 2016, os principais investidores em Portugal, tendo a França liderado a criação de emprego com novos postos de trabalho. Está ainda patente o “alcance geográfico e o potencial logístico” com o investimento direto estrangeiro no país vindo dos EUA e do Japão.

Este estudo destaca, assim, que Portugal está “no radar dos investidores, registando intenções de investimento acima da média europeia e prevendo-se um aumento da atratividade do país”. Destacam-se, ainda, como fatores atrativos para esta estabilidade o potencial de aumento de produtividade e os custos laborais. Contrariamente, fatores como a tributação às empresas, estabilidade e transparência do ambiente político, jurídico e regulamentar e a flexibilidade da legislação laboral, são considerados fatores menos atrativos pelos investidores relativamente a Portugal. Por outro lado, segundo o ranking do World Bank relativo à facilidade de fazer negócios (“Ease of doing business ranking”), Portugal ocupou a 25ª posição entre 190 países em 2017, tendo, contudo, caído cinco posições para o 34º lugar em 2019 comparativamente a 2018 (29ª posição).

Dando seguimento a este clima de estabilidade, um ano depois, em maio de 2018, o estudo da consultora *AT Kearney* revela que “Portugal é o 22º país mais atrativo para o investimento estrangeiro”. De facto, segundo este estudo, Portugal aparece pela primeira vez no índice de confiança do investimento direto estrangeiro (IDE), alcançando a vigésima segunda posição no top 25 dos países mais atrativos do mundo, encontrando-se à frente da Noruega, da Áustria e do Brasil.

3.1. RELEVÂNCIA DO INVESTIMENTO DIRETO NAS ESTATÍSTICAS EXTERNAS

O investimento direto é uma componente integrante das estatísticas externas. Neste contexto, esta secção pretende averiguar o impacto desta categoria funcional na evolução da balança de pagamentos e da posição de investimento internacional de Portugal. Relativamente ao horizonte temporal assumiu-se o período compreendido entre 2008 e 2017, dada a riqueza e o detalhe da informação granular no intervalo considerado.

Com recurso ao princípio ativo-passivo, é possível aferir, pelo saldo da balança corrente e de capital, que a economia portuguesa teve necessidade líquida de financiamento entre 2008 e 2011 (**Figura 4**). Contrariamente, em 2012, no contexto do Programa de Assistência Económica e Financeira (PAEF), Portugal passou a ter capacidade líquida de financiamento face ao resto do mundo; apesar de se constatar que os rendimentos líquidos de investimento direto, durante todo o período em causa, foram negativos. Por outras palavras, em termos absolutos, os não residentes obtiveram, a partir do investimento efetuado em Portugal, mais rendimento dos seus investimentos numa relação de grupo, do que aquilo que os residentes em Portugal obtiveram dos seus investimentos em relação de grupo no exterior. Neste ponto, realça-se o impacto significativo dos rendimentos sob a forma de dividendos.

No que concerne à balança financeira de Portugal, com exceção do ano de 2011, em todos os anos da série temporal em apreço, a categoria funcional do investimento direto patenteia um contributo negativo. Em particular, após 2011 as transações líquidas negativas de investimento direto acentuaram-se; destacando-se o papel do processo de privatizações. Por sua vez, as transações líquidas negativas de investimento direto tiveram um impacto significativo no *stock* de capital/instrumentos de dívida detidos por não residentes.

De 2008 a 2017, a categoria funcional do investimento direto fez com que a posição de investimento internacional de Portugal se tivesse deteriorado em cerca de 40 mil milhões de euros (acumulado das transações financeiras e dos outros fluxos) para uma posição final de cerca de 70 mil milhões de euros em 2017. O facto de o investimento direto ter tido um contributo líquido negativo nas estatísticas externas de Portugal, traduz na realidade que o investimento do exterior em Portugal é superior ao investimento de Portugal no exterior.

Nos últimos anos, esta variação da PII resulta maioritariamente das variações de preço que exerceram uma influência significativa, decorrente da valorização das empresas residentes detidas por não residentes que melhoraram a sua performance económico-financeira aquando da recuperação económica de Portugal no pós crise financeira internacional.

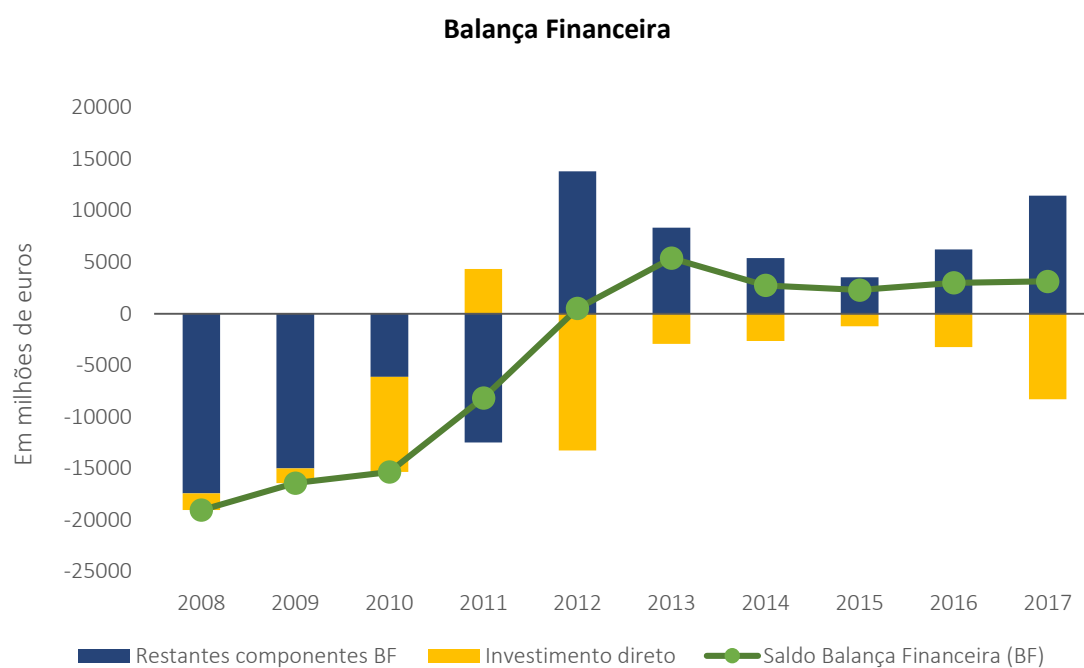
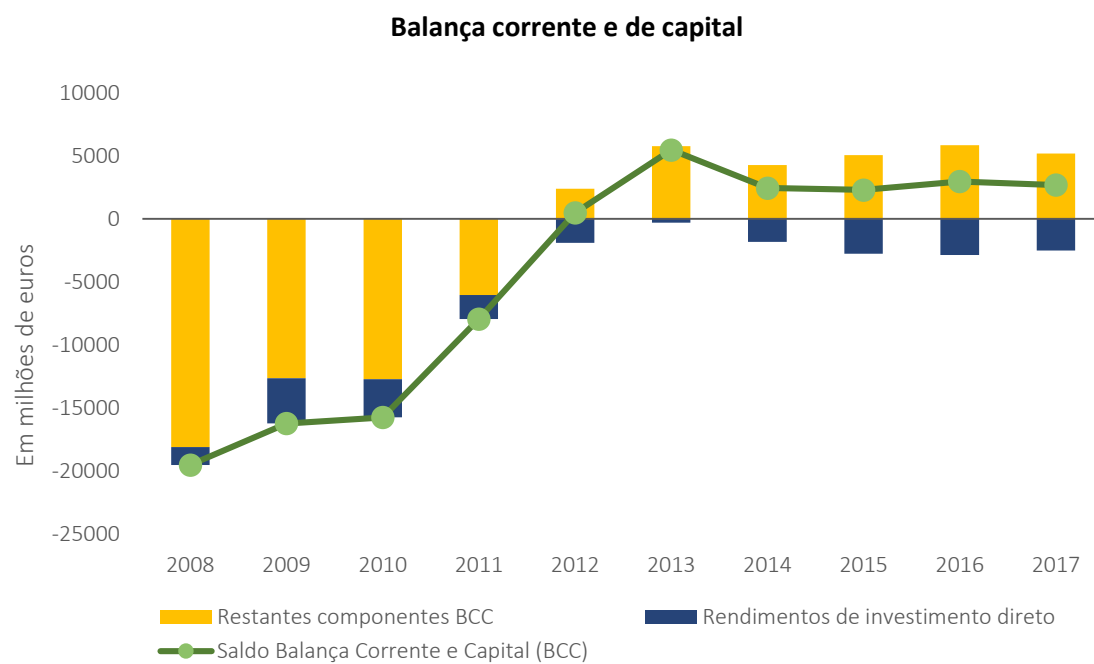


Figura 4 - Impacto do investimento direto nas estatísticas externas (2008-2017)

Neste cômputo, dada a importância do investimento direto para o crescimento económico da economia portuguesa tornou-se fundamental a elaboração de um estudo mais detalhado sobre esta categoria funcional, importando por isso explorar:

- a) Que países investem diretamente em Portugal;
- b) Que países são os controladores finais do investimento em Portugal;
- c) Quais são os beneficiários finais do investimento de Portugal no exterior;
- d) Qual a atratividade da economia portuguesa na captação de novo investimento.

Para a prossecução deste tipo de análises, o manual de referência da OCDE para a compilação de estatísticas de investimento direto – BMD4 – recomenda a utilização do investimento direto em princípio direcional, em detrimento do princípio ativo-passivo conforme apresentado nas estatísticas *standards* da balança de pagamentos e da posição de investimento internacional em cima exposto.

Desta forma, o presente trabalho vai focar-se, daqui em diante, nas estatísticas de investimento direto em princípio direcional.

3.2. RECONCILIAÇÃO ENTRE O PRINCÍPIO ATIVO-PASSIVO E O PRINCÍPIO DIRECIONAL

A reconciliação do princípio ativo-passivo e o princípio direcional nem sempre é facilmente inteligível entre a comunidade não estatística. Dada a sua importância para as análises mais granulares de investimento direto, foi discutido, em grupos de trabalho realizados na OCDE, possíveis *templates* que funcionem como reconciliação dos dois princípios (*bridge tables*). Esta reconciliação entre os dois princípios só é possível pois, tal como explicado na secção anterior, os princípios quando calculados devem originar valores líquidos iguais.

O **Quadro 3** sistematiza uma possível *bridge table* aplicada ao caso português. As principais diferenças entre os dois princípios surgem fruto do tratamento que é feito ao investimento reverso, i.e. o investimento de empresas de investimento direto nos respetivos investidores diretos, e ao registo das transações entre empresas irmãs.

Relativamente ao tratamento do investimento reverso (investimento de empresas de investimento direto nos respetivos investidores diretos), segundo o princípio direcional, este é deduzido para obter o investimento no exterior e o investimento do exterior. Contrariamente, no princípio ativo-passivo, agregam-se todos os ativos, por um lado, e todos os passivos, por outro. No que diz respeito ao registo das transações entre empresas irmãs, no princípio ativo-passivo, não se evidencia a direção da influência do investimento, sendo esta uma questão relevante para identificar a residência do último controlador da empresa irmã residente.

A partir dos dados apresentados é possível constatar que, de 2013 a 2017, as posições de investimento direto cresceram com um ritmo bastante diferente quer se considere o princípio ativo-passivo ou o princípio direcional:

- a) Crescimento de 20% no ativo confronto com crescimento de 15% no IPE;
- b) Crescimento de 31% no passivo confronto com crescimento de 32% no IDE.

Ano	Ativo				Passivo				IPE	IDE	Líquido
	IPE (investidores diretos)	IDE reverso	Empresas irmãs	Total do Ativo	IDE (investidores diretos)	IPE reverso	Empresas irmãs	Total do Passivo			
	(1)	(2)	(3)	(4)= (1)+(2)+(3)	(5)	(6)	(7)	(8)= (5)+(6)+(7)	(9)	(10)	(11)= (4)-(8)=(9)-(10)
2013	62 265	7 481	1 988	71 735	98 523	18 284	1 574	118 381	44 044	90 690	-46 646
2014	63 425	7 153	3 574	74 151	107 374	17 765	2 894	128 033	45 142	99 024	-53 881
2015	63 429	7 881	5 816	77 126	119 726	10 546	2 876	133 147	52 434	108 454	-56 021
2016	67 423	11 796	6 878	86 097	126 062	13 915	3 650	143 627	53 103	110 633	-57 530
2017	68 828	10 695	6 421	85 944	133 529	17 344	3 996	154 869	50 843	119 768	-68 925

$$\text{Saldo} = \text{Ativo} - \text{Passivo} = \text{IPE} - \text{IDE}$$

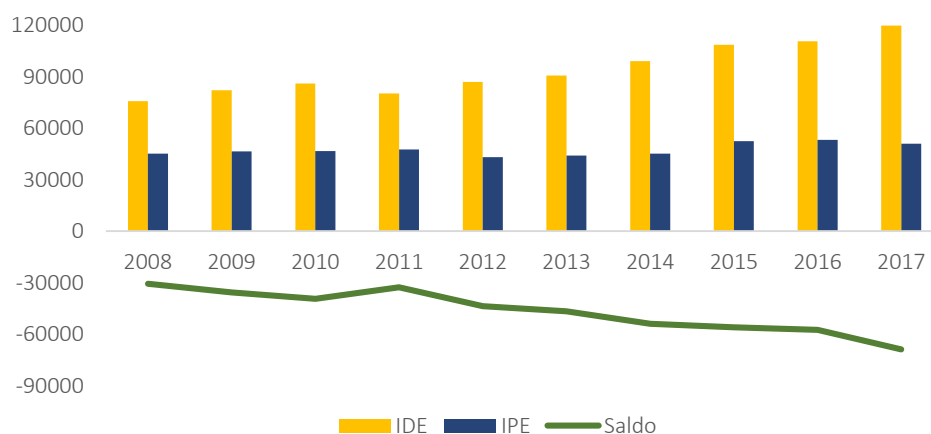
Quadro 3 – Reconciliação entre as posições de investimento direto em princípio ativo-passivo e em princípio direcional (2013-2017)

(Valores em milhões de euros)

3.3. EVOLUÇÃO DO INVESTIMENTO DIRETO EM PRINCÍPIO DIRECIONAL (2008-2017)

Tal como referido na secção anterior, as posições de investimento direto líquidas têm sido negativas ao longo do período 2008-2017. Em 2017, a posição de IDE era de cerca de 120 mil milhões de euros, enquanto a posição de IPE era de cerca de 51 mil milhões de euros, resultando num saldo final da posição de ID negativo de cerca de 69 mil milhões de euros (**Figura 5**). Desta forma, constata-se que o *stock* de investimento com relação de grupo feito por não residentes em Portugal (IDE) é superior ao *stock* de investimento efetuado por entidades residentes em Portugal no exterior (IPE).

Nos períodos em apreço, o IDE tem vindo sempre a aumentar em comparação com o ano anterior, com exceção de 2011, registando uma diminuição de cerca de 7%. De facto, este foi o ano em que Portugal viveu um período de assistência financeira proveniente da Comissão Europeia, FMI e BCE. Nos anos seguintes, observa-se um crescimento com maior destaque para os anos de 2014 e 2015 com taxas de 9,2% e 9,5%, respetivamente. Já em 2016, a posição de IDE aumentou 2,0% face ao ano anterior, e em 2017, 8,3% face a 2016. Estes resultados refletem não só os fluxos de IDE no período em questão bem como outras variações de volume e preço.



	2008		2009		2010		2011		2012	
	M€		M€	Var. %	M€	Var. %	M€	Var. %	M€	Var. %
IPE	45 102		46 500	3,1%	46 614	0,2%	47 495	1,9%	43 184	-9,1%
IDE	75 814		82 118	8,3%	86 060	4,6%	80 192	-6,8%	86 818	8,3%
Saldo ID	-30 712		-35 618	-	-39 446	-	-32 697	-	-43 634	-

	2013		2014		2015		2016		2017	
	M€	Var. %	M€	Var. %	M€	Var. %	M€	Var. %	M€	Var. %
IPE	44 044	2,0%	45 142	2,5%	52 434	16,2%	53 103	1,3%	50 843	-4,3%
IDE	90 690	4,5%	99 024	9,2%	108 454	9,5%	110 633	2,0%	119 768	8,3%
Saldo ID	-46 646	-	-53 881	-	-56 021	-	-57 530	-	-68 925	-

Figura 5 - Evolução das posições de IDE e IPE, acompanhada das respetivas variações

No que concerne aos fluxos de IDE, observa-se, por um lado, a evolução rápida do IDE acompanhado por transações positivas em todo o período em análise, sugerindo que a economia portuguesa se tem revelado como atrativa para investimento externo (**Figura 6**). Assistiu-se a um volume de transações médios anuais de cerca de 4 mil milhões de euros, sendo que as maiores transações anuais ocorreram no ano de 2012, em resultado, conforme referido anteriormente, do processo de privatizações. Por outro lado, a evolução mais tímida do IPE (crescimento de 13% na última década) encontra justificação, essencialmente, no IPE reverso.

De notar que tanto no IPE, como no IDE, as transações são insuficientes para explicar a variação anual da PII da categoria funcional do investimento direto, essencialmente devido ao período compreendido entre 2011 e 2012 com elevado valor de outros ajustamentos e, por conseguinte, ao período pós crise económico-financeira internacional.

Neste cômputo, destaca-se a alteração do Estatuto de Benefícios Fiscais (EBF) associados à Zona Franca da Madeira (ZFM), com a eliminação da isenção de Imposto de Rendimento Singular (IRS) e de Imposto de Rendimento Coletivo (IRC), presente na Lei do Orçamento de Estado de 2012 (Lei n.º 64-B/2011, de 30 de dezembro). Verificou-se, assim, neste período, a deslocalização de centenas de empresas para outras economias. Por sua vez, fruto da incerteza do período pós- crise, a volatilidade dos mercados originou um elevado montante de variações de preço, evidenciando-se inúmeras reestruturações dos grandes grupos.

De salientar, ainda, o peso do investimento direto oriundo de *Special Purpose Entities* (SPEs) nas estatísticas de investimento direto, como se pode observar no **Figura 6**. Estas entidades encontram-se registadas em economias onde são oferecidos determinados benefícios, nomeadamente taxas de imposto mais baixas, maior rapidez e menores custos nos processos de criação de empresas, inferiores barreiras legais, e confidencialidade mais assegurada.

Em Portugal, no ano de 2017, 15% das posições de IPE e 9% das posições de IDE podiam ser atribuíveis a SPEs residentes. Contrariamente, em 2010, o peso das SPEs nas posições de IPE e IDE eram superiores (respetivamente, 29% e 26%), quando os benefícios fiscais associados à ZFM ainda estavam presentes no EBF.

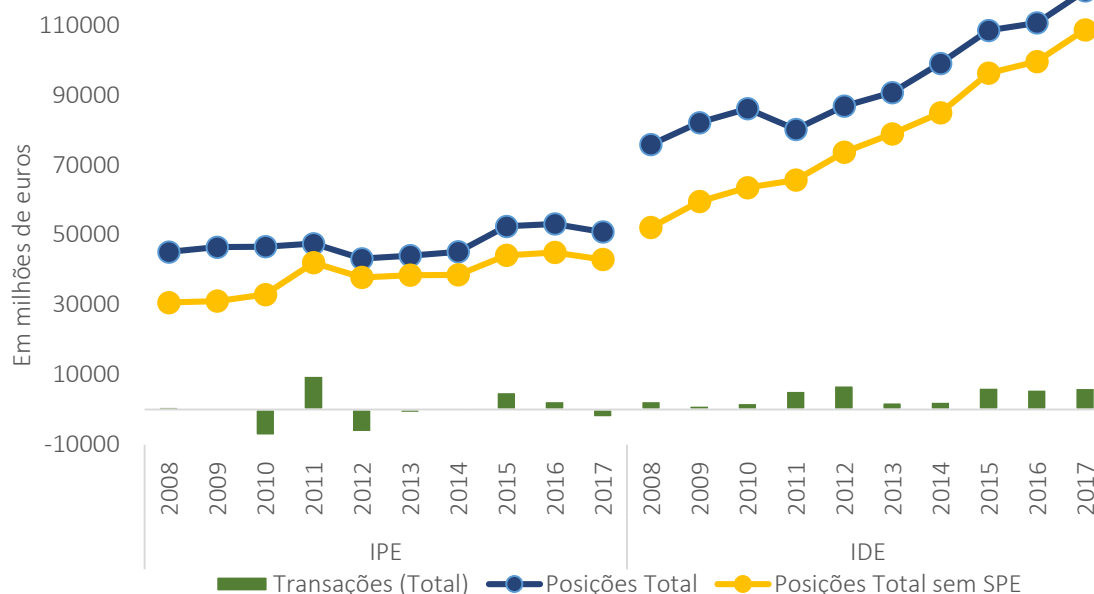


Figura 6 - Posições e transações de investimento direto, com detalhe por SPEs residentes (2008-2017)

3.3.1. Comparação internacional de estatísticas de investimento direto

Em 2016, a posição de IPE de Portugal³ era de 28% do Produto Interno Bruto (PIB), ao passo que a posição de IDE correspondia a 58% do PIB. Neste sentido, o saldo líquido das posições desta categoria funcional era de -30% do PIB.

No contexto da União Europeia, em 2016, Portugal ocupava a 18.^a posição em termos de posições líquidas de investimento direto. As primeiras posições eram ocupadas, respetivamente, pelo Luxemburgo, pela Holanda e pela Dinamarca. Por oposição, nos resultados mais baixos encontra-se, respetivamente, Malta, Estónia e República Checa.

Neste contexto, foi possível identificar 3 conjuntos de países representados na **Figura 7**.

A verde, encontram-se países investidores líquidos no mundo em 2016, com **posição líquida de investimento direto positiva em 2016 e crescimento face a 2009**. São eles, países do centro e norte da Europa, como por exemplo a Alemanha, a Áustria, a Dinamarca e a França. Adicionalmente, na esfera mundial, incidem também economias muito desenvolvidas como o Canadá e o Japão. Ainda a cinzento, identificam-se países também com uma posição líquida de investimento direto positiva em

³ Estes dados têm como fonte de informação o sítio institucional do Fundo Monetário Internacional (FMI) na internet, existindo apenas informação para o período compreendido entre 2009 e 2016.

2016 mas com decrescimento face a 2009, a destacar a Finlândia, os Estados Unidos da América e o Reino Unido.

A amarelo, identificam-se países que, em termos líquidos, são investidos pelo resto do mundo, mas que face a 2009 tiveram uma melhoria, com uma **posição líquida de investimento direto negativa em 2016, mas com crescimento face a 2009**. De entre estes, destacam-se países do leste Europeu, como a Hungria, República Checa e a Eslováquia. De notar que, nestes países em particular, a melhoria do saldo líquido do investimento direto no período em apreço, deve-se, essencialmente, à redução do IDE.

A vermelho, observam-se países que, em termos líquidos, são investidos pelo resto do mundo, e que face a 2009 tiveram um agravamento desta situação, com uma **posição líquida de investimento direto negativa em 2016 e com decrescimento face a 2009**. Neste grupo, encontram-se países mediterrânicos como Portugal, Espanha e Grécia. No caso de Portugal, mencionar uma vez mais que, o agravamento da posição líquida de investimento direto português advém, sobretudo, do aumento do IDE que tem sido superior ao IPE, traduzindo, em grande parte, uma melhoria da atratividade de Portugal para investimentos estrangeiros.

Por último, referir que, consideraram-se outras economias mundiais com atual destaque a nível internacional, embora tenham sido excluídas para efeitos de representação gráfica. Adicionalmente, para efeitos de análise, foram omitidos alguns países, essencialmente devido a anos sem observações, bem como a valores *outlier*, a destacar os da Holanda, do Luxemburgo e da Irlanda.



Figura 7 – Classificação com base na posição líquida de investimento direto em 2016 (em % PIB) versus variação da posição líquida em % PIB (2009-2016)

3.3.2. Análise por setor institucional

O setor das sociedades não financeiras (SNF) tem um peso muito significativo no investimento direto. Em 2017, face ao total de investimento direto, este setor institucional detinha 51% das posições de IPE e 62% das posições de IDE.

Neste cômputo, considerou-se, como referência, o estudo realizado pela Central de Balanços do Banco de Portugal que teve como objetivo avaliar a situação económica e financeira das empresas em relações de grupo.

Neste estudo, entende-se por *grupo* “o conjunto formado por uma ou mais entidades e pela entidade que as controla, direta ou indiretamente, designada por entidade controladora final. Esta entidade encontra-se no topo da cadeia de controlo de um grupo, não sendo, direta ou indiretamente, controlada por nenhuma outra entidade.”. Para efeitos da definição de controlo, por recurso a diversos referenciais metodológicos, utilizou-se a detenção de mais de 50% dos direitos de voto.

Com efeito, constatou-se que o número de grupos em Portugal tem vindo a aumentar desde 2014 e que, apesar de, em 2016, as empresas integradas em grupos representarem apenas 8% das empresas em Portugal (setor institucional das sociedades não financeiras – SNF), estas correspondiam a 63% do volume de negócios e a 41% do número de pessoas ao serviço.

Estes grupos incluíam entidades nacionais e estrangeiras, sendo que, em 2016, 69% eram “empresas integradas em grupos” (sociedades não financeiras residentes em Portugal), 24% eram “entidades não residentes” e as “outras entidades residentes” integravam os restantes setores institucionais da economia portuguesa (7%) (**Figura 8**).

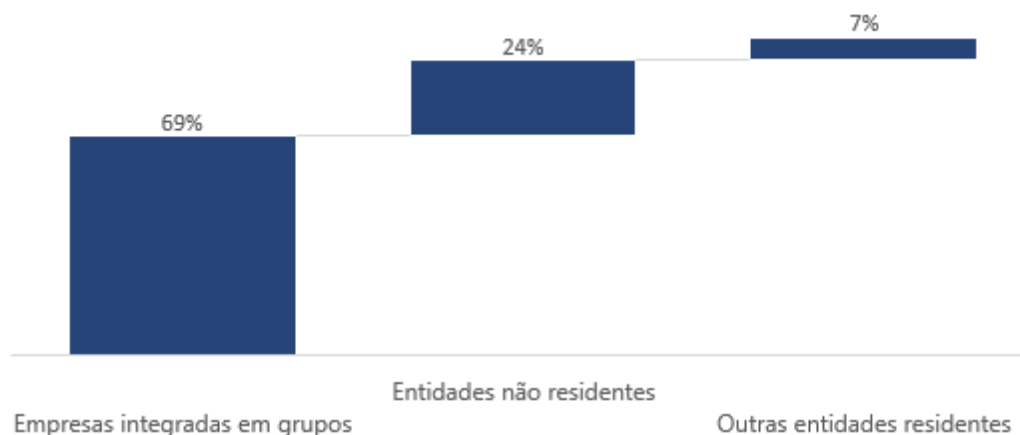


Figura 8 - Composição das entidades integradas em grupos (2016)

Mais se avança que, a nível de nacionalidade, dos grupos acima referidos, 50% dos grupos eram nacionais, 25% eram multinacionais com controlo nacional e 25% eram multinacionais com controlo estrangeiro.

Realçar ainda que, as posições de investimento direto de Portugal estão muito concentradas em poucas entidades. A título de curiosidade, as 5 maiores entidades de IDE reuniam, em 2017, 78% das posições.

Assim, no que concerne às posições de IDE por setor institucional, o setor das SNF registou um crescimento constante ao longo dos anos. Porém, o mesmo não se verificou em termos do investimento realizado por Portugal no exterior, o qual revela um comportamento instável, conduzindo, em termos líquidos, aos valores negativos apresentados por este setor no período compreendido entre 2008 e 2017. Por outro lado, destaca-se o contributo positivo do setor das Outras instituições financeiras monetárias.

3.3.3. Análise por setor de atividade económica residente

Nas estatísticas de investimento direto por setor de atividade económica residente é possível verificar quais os setores de atividade com maior peso em Portugal, e nos quais Portugal tem apostado nos últimos anos (**Figura 9**).

Neste sentido, constata-se que, em 2017, setor dos Serviços assumiu um papel predominante com um peso de 77%, embora tenha vindo a registar ligeiras oscilações ao longo dos anos, revelando um peso de 80% no início da série temporal. Dentro deste, destacam-se as “Atividades financeiras e de seguros”, que representam 27% da posição total de IDE, seguindo-se as “Atividades de consultoria, científicas, técnicas” com 25%. Face a 2008, verifica-se nestes subsectores, por um lado, um aumento das “Atividades financeiras e de seguros” de cerca de 1%, sendo, por isso, o comportamento deste subsector constante; por outro lado, constata-se uma diminuição significativa de 11% no subsector das “Atividades de consultoria, científicas, técnicas”.

Deste modo, o setor dos Serviços apresenta uma redução do seu peso relativo, entre 2008 e 2017, de cerca de 2.7 pontos percentuais (p.p.); contudo, alguns dos seus subsectores compensaram esta tendência, observando-se um aumento do peso das “Atividades de informação e comunicação” em cerca de 2.7 p.p., das “Atividades imobiliárias” em 2.4 p.p. e, ainda, das “Atividades financeiras e de seguros” em 0.9 p.p.. Por sua vez, também o setor da “Eletricidade, gás e água”, assim como o setor da “Construção” viram os seus pesos aumentar no *stock* de investimento estrangeiro em 2.6 p.p. e 1.0 p.p., respetivamente, face a 2008. O setor das “Atividades financeiras e de seguros” foi, assim, aquele que mais contribuiu para o crescimento da posição de IDE, seguido das “Atividades de consultoria, científicas, técnicas”, do “Comércio por grosso e a retalho” e das “Atividades imobiliárias”.

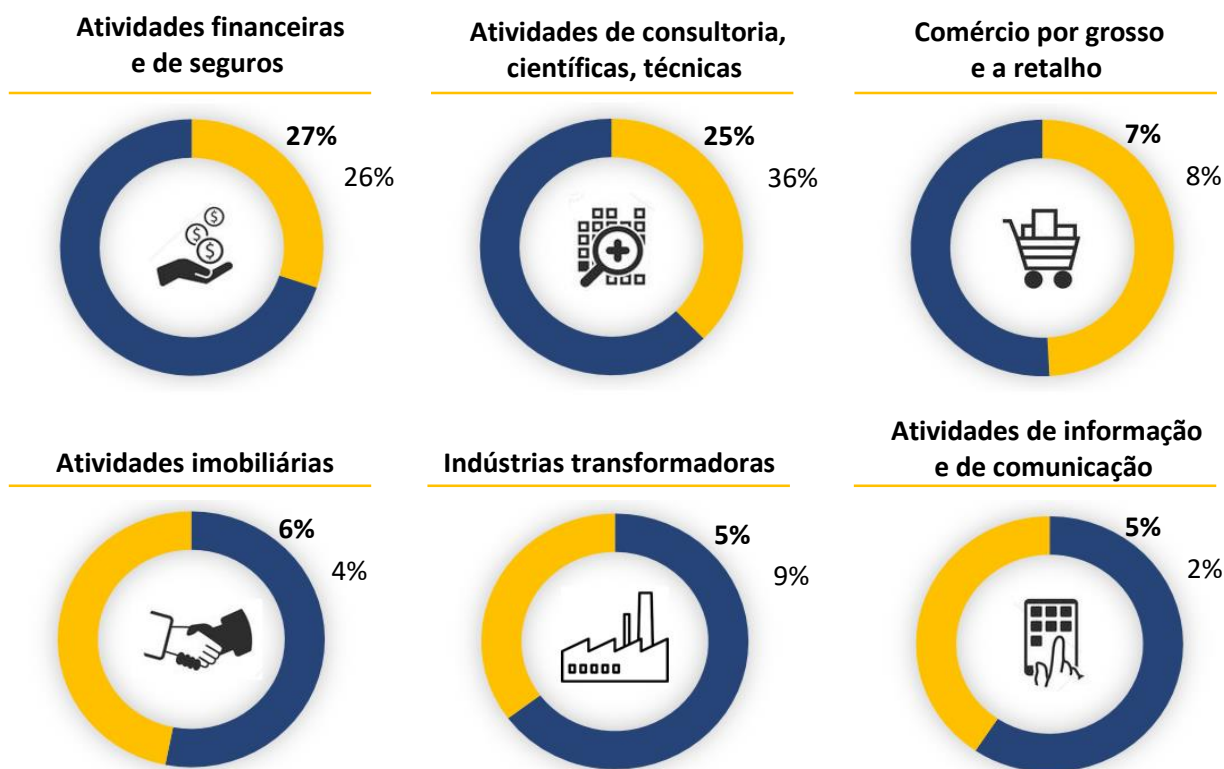


Figura 9 – TOP6 Posições de IDE por setor de atividade (2017 versus 2008)

No caso de Portugal, estas estatísticas permitem ainda constatar que, o investimento no exterior é maioritariamente efetuado via empresas pertencentes aos Serviços, representando em 2008 e 2017, cerca de 88% e 91% do total de IPE, respetivamente. Note-se ainda que, em 2017, conjuntamente, apenas os subsectores das “Atividades de consultoria, científicas, técnicas” e das “Atividades financeiras e de seguros” concentravam cerca de 74% do IPE (**Figura 10**), revelando, uma vez mais, a importância do setor dos Serviços.

2017		
Sector de atividade	M€	%
Total da Economia	50 843	-
Atividades de consultoria, científicas, técnicas	19 171	38%
Atividades financeiras e de seguros	18 698	37%
Comércio por grosso e a retalho	3 416	7%
Atividades imobiliárias	3 393	7%
Indústrias transformadoras	2 825	6%
Construção	2 123	4%
Atividades de informação e de comunicação	-672	-1%
Eletricidade, gás e água	-2 084	-4%
Outros	3 972	8%

Figura 10 - Posição de IPE por setor de atividade (2008-2017)

3.4. ANÁLISE POR ECONOMIA DE CONTRAPARTE IMEDIATA

Os dados recolhidos no âmbito do investimento direto encontram-se desagregados por países e respetivas zonas geográficas, permitindo identificar os investimentos efetuados por entidades residentes no exterior (IPE por contraparte imediata) e o nível de exposição da economia portuguesa a outras economias (IDE por contraparte imediata).

As estatísticas de investimento direto podem, assim, ser desagregadas por país da entidade não residente (i.e., país da contraparte imediata) permitindo identificar os países que estão a investir em Portugal ou nos quais Portugal está a investir.

Com efeito, torna-se pertinente conhecer as economias nas quais as entidades residentes em Portugal consideram mais vantajoso investir, assim como a origem do investimento realizado em Portugal.

Em 2017, quer as posições de IPE, quer as posições de IDE estavam altamente concentradas em poucas economias, evidenciando assim uma elevada exposição da economia portuguesa em apenas dois mercados:

- a) Cerca de metade do **IPE** (52%) estava concentrado na Holanda (28%) e em Espanha (24%);
- b) Cerca de metade do **IDE** (45%) estava concentrado na Holanda (23%) e em Espanha (22%).

Constata-se ainda que, independentemente da direção do investimento, a Holanda e Espanha ocuparam sempre as primeiras posições desde 2008. Contudo, o TOP10 das economias de contraparte imediata de 2017 alterou-se ligeiramente face aquilo que se observava em 2008. De facto, face a 2008, surgiram em 2017 os seguintes novos *players* no TOP10 (**Figura 11⁴**):

- a) Do lado do **IPE** – Reino Unido, Itália, Polónia, França e Moçambique;
- b) Do lado do **IDE** – Brasil, Hong Kong, China e Áustria.

⁴ As nomenclaturas dos países utilizadas têm como fonte de informação o ISO (*International Organization for Standardization*), com base nos códigos ISO 3166-1 alfa-2.

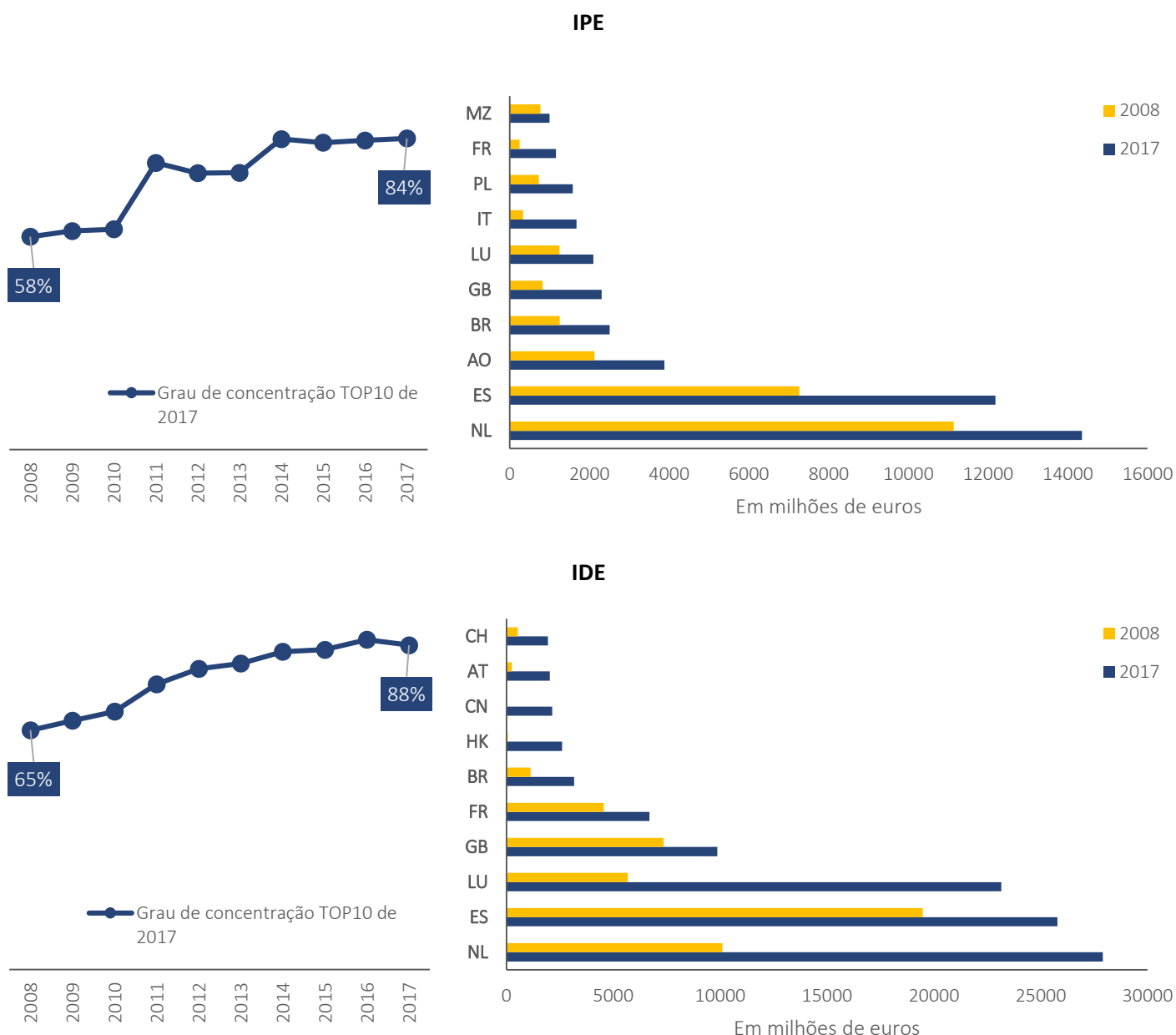


Figura 11 - TOP10 Posições de investimento direto de 2017 por direção do investimento e economia de contraparte imediata

Note-se que, em 2017, a Holanda é o país com maior peso com 23% do IDE, seguido de Espanha com 22% e do Luxemburgo com 19%. De facto, em 2017, o conjunto dos primeiros cinco países no topo das posições de IDE (TOP5) representava cerca de 78% do total da posição de IDE. Segue-se o TOP10 com uma representatividade de 88%; o que demonstra que a economia portuguesa está exposta, essencialmente, aos países acima apresentados. No ano anterior, em 2016, o TO5 representava cerca de 81% ao passo que em 2008, no início da série temporal, cifrava-se em 71%. Do lado do IPE, em 2017, o TOP 5 de países patenteava 69% da posição total de IPE.

Acresce o facto de, quer a Holanda, quer o Luxemburgo, oferecerem inúmeros benefícios fiscais assim como um ambiente favorável para investidores estrangeiros. A título exemplificativo, vejamos o caso da empresa China Three Gorges International (Europe), S.A., uma sociedade anónima de direito luxemburguês com sede no Luxemburgo, que adquiriu uma participação de 21,35% no capital da EDP em 2011 (processo concluído em 2012). Segundo o comunicado da EDP, a Oferente é detida, em última instância, pela China Three Gorges Corporation, através das suas subsidiárias que detêm integralmente: China Three Gorges International Corporation e China Three Gorges (Hong Kong) Company Limited. Por sua vez, a China Three Gorges Corporation é uma empresa pública da República Popular da China.

Neste cômputo, salientar que, as estatísticas de investimento direto por contraparte imediata fornecem informação relevante, nomeadamente na identificação de capital em trânsito. Porém, a análise destas estatísticas não permite aferir o país de última instância responsável por esse mesmo investimento. A título ilustrativo (**Figura 12**), se por motivações fiscais, uma entidade chinesa adquirir o capital de uma empresa residente em Portugal via veículo financeiro sediado no Luxemburgo, as estatísticas por contraparte imediata identificarão uma relação de IDE com o Luxemburgo (e não com a China – contraparte final).

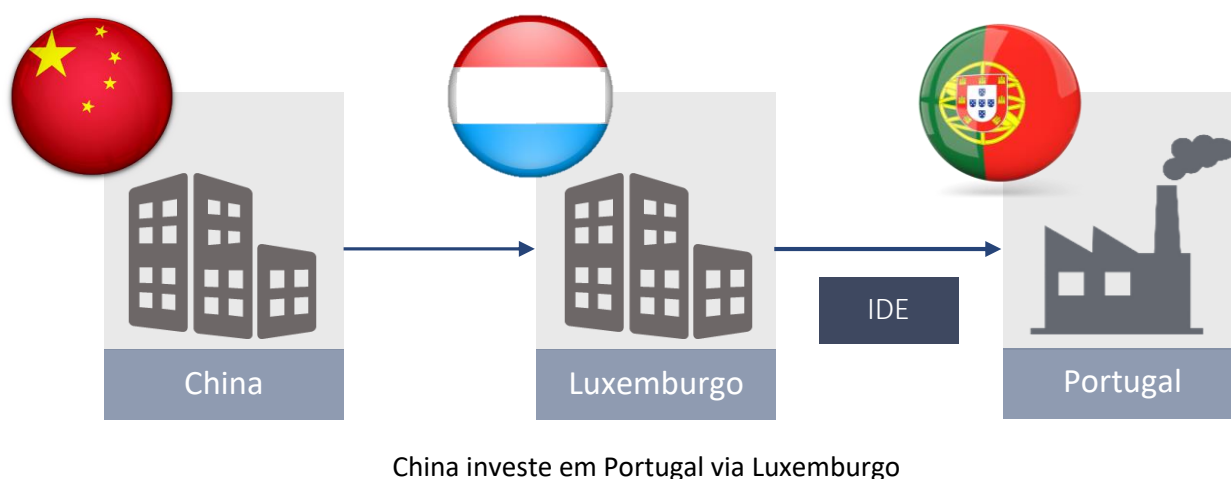


Figura 12 – Exemplo de uma relação de IDE

Por memória, em 2017, o valor das SPEs residentes estava altamente concentrado em apenas 3 mercados:

- Do lado do **IPE**, um pouco mais de metade das posições de investimento direto (59%) estavam concentrados no Luxemburgo (26%), em Angola (17%) e em Itália (16%);
- Do lado do **IDE**, a esmagadora maioria (83%) das posições de investimento direto eram passíveis de serem alocadas a Espanha (44%), Luxemburgo (28%) e Holanda (8%).

Em suma, na repartição geográfica das estatísticas de investimento direto é fundamental que as mesmas reflitam o país de residência da contraparte imediata. Assim, se uma empresa residente no país A investir em Portugal através de uma entidade residente no país B, é este segundo país que se deve considerar na análise destas estatísticas.

Por **regiões do mundo**, durante todo o período compreendido entre 2008 e 2017, Portugal manteve-se como investidor líquido positivo apenas da América Central e de África, encontrando-se assinaladas a vermelho as posições líquidas de investimento direto negativas. Ainda assim, verifica-se que o investimento de Portugal face à América Central tem vindo a reduzir-se, embora compensado pelo investimento em África que apresenta um crescimento constante desde 2008 (**Quadro 4**).

No que concerne à Europa, esta é o maior investidor em Portugal detendo, em 2017, cerca de 90% do *stock* de IDE em Portugal, sendo o restante distribuído pelos outros continentes (ao passo que em 2008 se cifrava em 75%). De facto, o *portfolio* de investimento direto encontra-se altamente concentrado na Holanda e no Luxemburgo, constatando-se, uma vez mais, que Portugal é principalmente investido, em termos líquidos, pela Europa. Neste sentido, dada a baixa diversidade, esta posição tem vindo a tornar-se cada vez mais negativa. De referir ainda que, considerando a União Europeia e a OCDE, o peso altera-se, respetivamente, para 87% e 89%.

Face à América do Norte, Portugal evidencia igualmente uma posição negativa, embora se verifique uma diminuição significativa no período temporal em apreço, de cerca de -11 biliões de euros em 2008 para -1 bilião de euros em 2017.

Por último, destaca-se a posição do agregado dos Centros Financeiros *Off-shore* que, em 2017, reduziu significativamente para mais de metade do valor registado em 2008, de 8% para 3%. Com efeito, observa-se a passagem de uma posição líquida positiva para uma posição líquida negativa (variação de cerca de -8 biliões de euros).

País de Contraparte	2008	2009	2010	2011	2012 (...)	2015	2016	2017	Variação 2008-2017
Europa	-29 814	-35 554	-43 967	-38 951	-51 470	-58 693	-61 219	-69 134	-39 320
América do Norte	-11 413	-8 891	-5 411	- 287	- 542	- 704	- 469	-1 069	10 344
América Central	6 196	4 984	5 068	630	1 846	1 992	2 287	1 109	-5 088
América do Sul	193	1 540	1 850	2 076	1 936	- 93	102	- 158	- 350
África	3 561	2 412	2 996	3 999	4 306	4 153	5 239	5 304	1 742
Ásia	267	- 124	3	- 142	219	-2 820	-3 474	-4 746	-5 013
Oceânia e Regiões Polares	102	16	14	- 22	- 25	47	78	74	- 29
Centros Financeiros <i>Off-shore</i>	5 727	4 607	4 563	167	1 500	- 864	- 455	-2 207	-7 934

Quadro 4 - Posições líquidas de investimento direto por agregado geográfico (2008-2017)

Por **setores de atividade económica**, em Portugal, constataram-se, nos últimos anos, alguns sinais de mudança e crescimento, tendo as multinacionais assumindo um papel relevante nesta mudança.

A título exemplificativo, em Setembro de 2017, constatou-se numa notícia publicada pelo ECO - Economia Online que a *Inditex*, sediada na Galiza, possui uma ampla rede de fornecedores portugueses, permitindo que muitas empresas do sector têxtil localizadas no Norte de Portugal desenvolvessem os seus processos produtivos. Outro exemplo pertinente passa pela *Bosch Portugal* que se encontra localizada em Braga e Aveiro e que demonstra a sua participação em cadeias de valor globais, nomeadamente em atividades de investigação e desenvolvimento. Estas evoluíram de “empresas que «produzem tecnologia» para empresas que «inventam tecnologia»”, alternando a natureza do IDE com a consequente capacidade de transformação da economia.

Neste sentido, torna-se fundamental averiguar a relevância dos setores de atividade económica no TOP3 dos países por contraparte imediata em cima destacados (1º Holanda, 2º Espanha, 3º Luxemburgo), de forma a aferir os países em que estes setores possuem montantes mais significativos (**Figura 13**).

Assim, do lado do IDE, verifica-se a importância do setor das “Atividades de consultoria, científicas, técnicas” com maior valor na Holanda, seguido de Espanha; seguem-se as “Atividades financeiras e de seguros” com maior relevância em Espanha e no Luxemburgo. Relativamente às “Atividades de informação e de comunicação” estas revelam um peso notório apenas no Luxemburgo sugerindo, assim, que o impacto deste setor no total de IDE está muito ligado a este país. Do lado do IPE, surgem os setores da “Construção” e da “Eletricidade, gás e água” com especial impacto em Angola e Espanha, respetivamente. Patenteiam-se, ainda, os setores das “Atividades de consultoria, científicas, técnicas” e “Atividades financeiras e de seguros”, também com maior destaque na Holanda.

Por fim, a título de curiosidade, mencionar que em 2017, tal como o TOP3 dos países de contraparte imediata detém cerca de 64% do total da posição de IDE, o mesmo se verifica para o impacto dos principais setores de atividade, que perfazem, no TOP3, um peso de 59% do IDE.

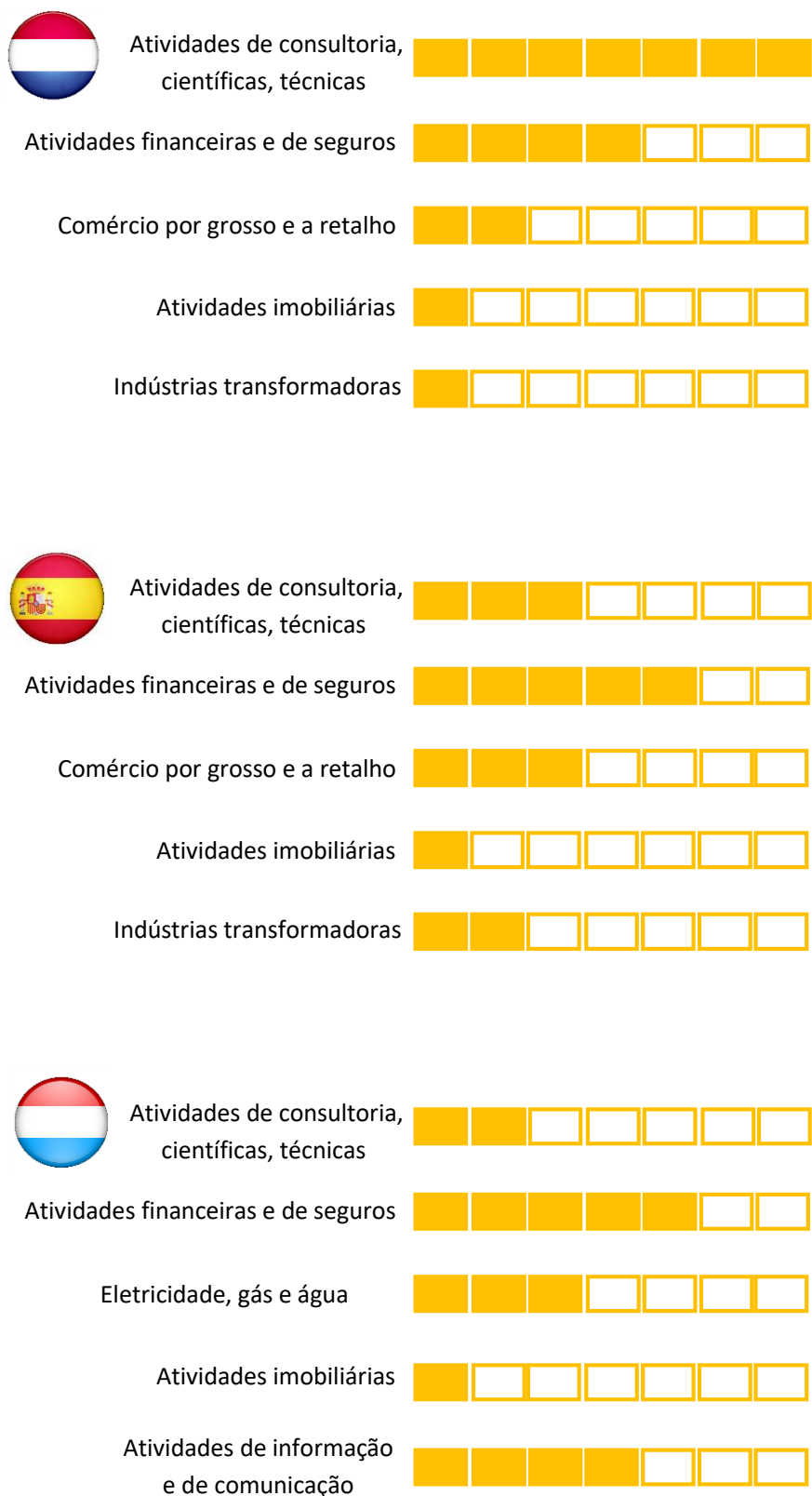


Figura 13 – Peso do setor de atividade nos países do TOP3 contraparte imediata (2017): Holanda, Espanha e Luxemburgo

4. NOVAS ESTATÍSTICAS DE INVESTIMENTO DIRETO: DESAFIOS

O Regulamento UE n.º 1013/2016 de 8 de junho vem modificar o Regulamento CE n.º 184/2005 relativo às estatísticas da balança de pagamentos, comércio internacional de serviços e investimento direto internacional. Neste cômputo, a presente secção pretende explorar e analisar a capacidade de resposta dos compiladores de estatísticas da União Europeia às novas abordagens em matéria de investimento direto numa lógica de beneficiário final e de contraparte final, e de investimento direto por tipo, distinguindo investimento de raiz (*greenfield*) de aquisições.

Atualmente, na produção de estatísticas de investimento direto recorre-se ao país da contraparte imediata, ou seja, o país que investe diretamente na economia residente ou em que a economia residente investe. Porém, as abordagens presentes no regulamento acima mencionado reforçam a importância de avaliar o país de última instância responsável por esse investimento devido à maior complexidade das relações financeiras à escala global.

A título ilustrativo, na **Figura 14**, encontra-se um exemplo de um grupo económico. Por recurso ao país de contraparte imediata, registaríamos que existe uma relação de IDE da Holanda em Portugal; Porém, os Estados Unidos investem em Portugal via Holanda. Os Estados Unidos são, assim, o controlador final - *Ultimate Controlling Investor* (UCI) – ou seja, o país investidor que está no topo da cadeia de investimento. Por seu turno, na perspectiva de IPE, Portugal investe em Moçambique via Luxemburgo; e por isso, Moçambique é o beneficiário final - *Ultimate Host Country* (UHC) - isto é, o país que encerra o destino final de investimento.

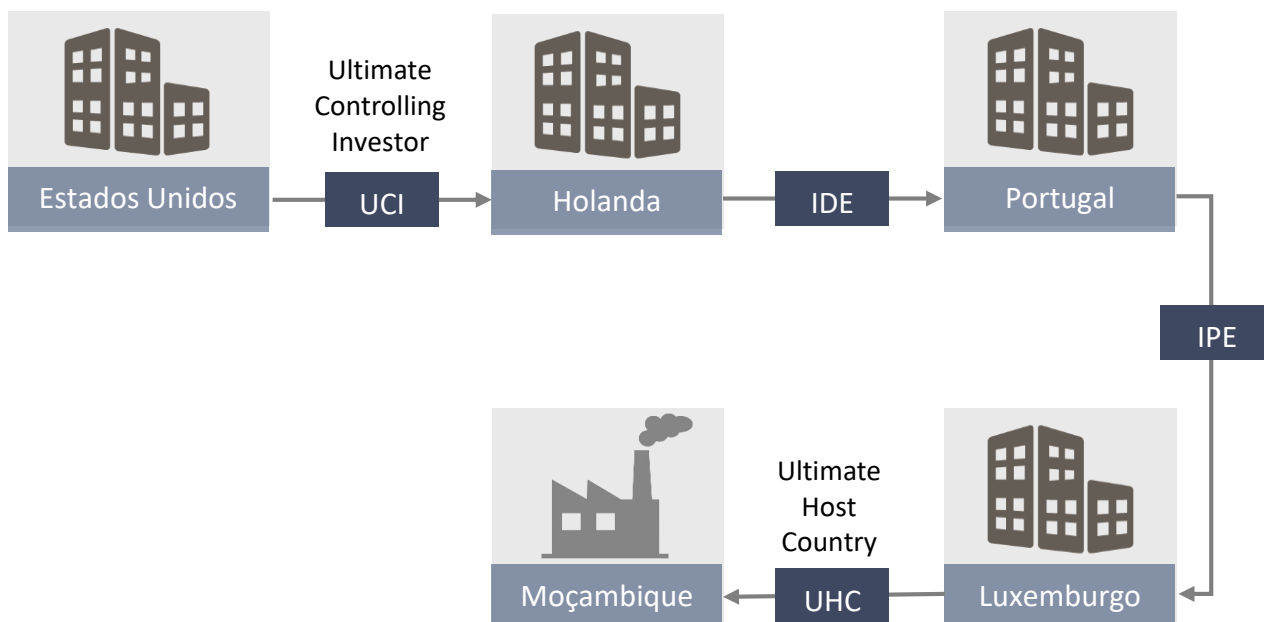


Figura 14 – Exemplo fictício de um grupo económico: conceitos

4.1. SPES E “CAPITAL EM TRÂNSITO”

O Sistema de Contas Nacionais classifica as empresas financeiras em três categorias: intermediários financeiros, auxiliares financeiros e outras sociedades financeiras. Em relação à última, estas consistem em unidades institucionais que prestam serviços financeiros, sendo que a maioria dos seus ativos ou passivos não está disponível nos mercados financeiros abertos. Por sua vez, as *Special Purpose Entities* (SPEs) são corporações financeiras que captam recursos em mercados abertos em nome das suas empresas controladoras, estando incluídas, na maioria das vezes, na definição de “Outras sociedades financeiras”.

Embora não exista uma definição universal de SPEs, estas entidades compartilham algumas características que auxiliam os compiladores a identificá-las. São todas as entidades jurídicas cuja atividade é bastante restrita, normalmente utilizada para isolar o risco financeiro da atividade desenvolvida, detêm pouco ou nenhum emprego, funcionários, operações, ou presença física na jurisdição em que são criadas pela empresa-mãe (geralmente localizadas em economias diferentes).

Apesar de serem frequentemente utilizadas como mecanismos para aumentar o capital ou para manter ativos e passivos **em** ou **de** outros países, as transações/posições entre essas empresas financeiras devem ser incluídas nas estatísticas de IDE. A residência destas visa a economia onde foram registadas e não a economia do respetivo criador, podendo ser, por isso, investidores diretos ou empresas de investimento direto.

Neste contexto, as empresas multinacionais (MNEs – acrónimo de *Multinacional Enterprises*) diversificam, cada vez mais, os seus investimentos geograficamente, recorrendo, muitas vezes, a SPEs. Por se tratarem de dispositivos legais, podem ser relativamente baratas de criar e manter, podendo, ainda, oferecer inúmeros benefícios fiscais e de confidencialidade (OCDE, 2008). É, desta forma, que são frequentemente associadas a centros financeiros *offshore*.

Tomemos como exemplo a **Figura 15**, onde a SPE localizada no país **B** é usada pelo seu controlador residente no país **A** para assegurar, indiretamente, as empresas no país **C** e no país **D**. Desta forma, o país **B** deve distinguir posições/transações de ID de SPEs e não-SPEs nas suas estatísticas de IDE.

Nos últimos anos, os investidores diretos têm demonstrado maior interesse em recorrer a estas entidades (denominadas de *pass-through entities*), devido à facilidade de financiamento e transferência de investimento para entidades fora do país onde estão estabelecidos. Como consequência, a inclusão de SPEs nas estatísticas de ID de um determinado país, poderá conduzir a um aumento excessivo e significativo da atividade de investimento direto, dado que uma parte das transações reflete apenas a canalização de fundos através desse país.

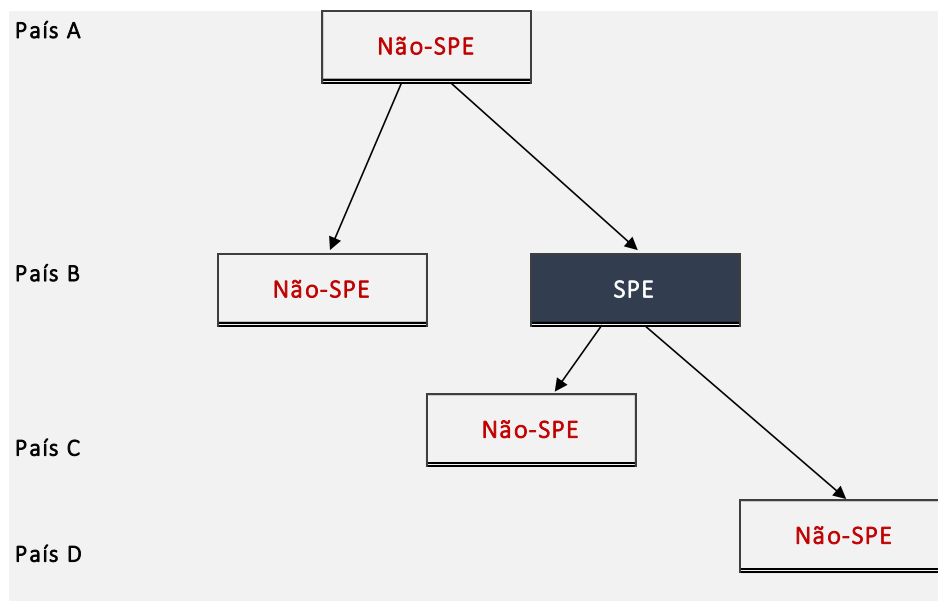


Figura 15 – Relações de grupo via uma SPE

Fonte: OECD (2008)

Assim, uma vez que as transações de ID que passam por uma SPE («*passing through*») geralmente não têm o impacto esperado do investimento direto, esta revela ser uma questão cada vez mais urgente de apurar, quer pela dificuldade em interpretar estes dados para processos de tomada de decisão, quer pela distorção destas análises, sobretudo quando se pretende aferir a motivação e o impacto do investimento direto numa economia.

De referir ainda que, a inclusão de SPEs não residentes, conduz a que sejam inflacionados os montantes de ID demonstrados nas estatísticas, assim como as desagregações geográficas e industriais apresentadas. Deste modo, se a contrapartida não residente é uma SPE, o impacto económico dos investimentos deve ocorrer, normalmente, num país diferente do país dessa SPE. Sugere-se que os países “*look through*” do país onde a entidade está localizada, realocando os montantes para o país do investidor direto ou da empresa de investimento direto, que corresponde à primeira *não-SPE* não residente observada na cadeia de investimento direto.

Por fim, de forma sucinta, a *OECD Benchmark Definition* recomenda que se diferencie entre SPEs não residentes e *não-SPEs* não residentes, ainda que exista a noção de que nem sempre é fácil apurar as SPEs não residentes.

Às SPEs estão ainda associadas transações/posições transfronteiriças denominadas como formas de “**capital em trânsito**” através de estruturas que facilitam a transferência de investimento para empresas multinacionais.

4.2. FENÓMENO DE ROUND-TRIPPING

O fenómeno denominado por **round-tripping** refere-se à canalização de fundos locais para o exterior e o subsequente retorno desses fundos para a economia local na forma de investimento direto (OCDE, 2008). Um dos exemplos mais simples de *round-tripping* ocorre quando um investimento doméstico é realizado por meio de uma subsidiária ou associada localizada no exterior, via investidores diretos.

A título exemplificativo, na **Figura 16** em baixo, a empresa A localizada na economia local fornece fundos de IDE a uma empresa do grupo não residente (empresa B) para investir noutra empresa (empresa C) localizada na economia local. Neste exemplo presenciamos uma estrutura de grupo simples, no entanto, é nas mais complexas que se constatam fenómenos de *round-tripping* mais significativos e com maior impacto.

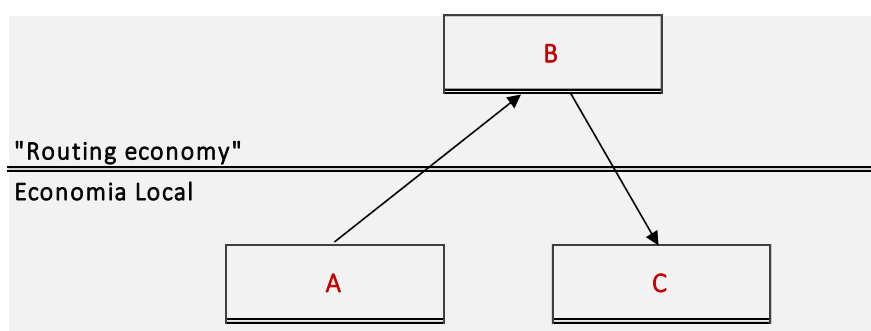


Figura 16 - Um caso simples de *round-tripping*

Fonte: OECD (2008)

Relativamente aos incentivos que promovem o recurso ao *round-tripping* destacam-se:

- a) A existência de países que fornecem políticas preferenciais e incentivos fiscais de outra natureza aos investidores estrangeiros. De facto, algumas empresas locais demonstram dificuldade em atrair investidores estrangeiros pelo que, ao canalizar capital doméstico para o exterior, é possível retorná-lo para investimento local, usufruindo assim de melhores condições e de taxas atualmente disponíveis para investidores estrangeiros;
- b) As infraestruturas utilizadas que garantem uma maior proteção quanto aos investimentos realizados. Na verdade, algumas economias têm acordos de investimento que oferecem melhores políticas legais e institucionais aos investidores estrangeiros;
- c) Situações em que os investidores preferem ocultar a sua identidade recorrendo a empresas localizadas em centros financeiros *offshore*, sendo que o capital aqui investido será posteriormente devolvido como forma de IDE;
- d) A existência de economias que têm controlos relativos aos movimentos de capitais ou à taxa de câmbio praticada. Alguns investidores domésticos recorrem ao *round-tripping* na expectativa de obter uma maior flexibilidade na gestão dos seus capitais;

- e) O acesso a melhores serviços financeiros. Os investidores domésticos procuram mercados localizados no exterior de forma a conquistar melhores serviços e condições, quando os mercados das suas economias não estão bem desenvolvidos.

Neste sentido, relativamente ao registo das transações/posições de ID, na perspectiva da economia local, os fundos canalizados para as chamadas “*routing economy*” são tratados como ativos de IDE; e como passivos de IDE, o subsequente retorno desses fundos à economia local. Para a “*routing economy*”, os fundos recebidos da economia local são analisados como passivos de IDE, e por conseguinte, como ativos o retorno dos mesmos.

Porém, muitas são as questões que surgem em redor desta problemática, visto que os fundos utilizados nestas economias conduzem a uma sobreavaliação dos montantes de IDE. É desta forma que a *OECD Benchmark Definition* recomenda que, quando o *round-tripping* está associado a transações/posições de “capital em trânsito” e se verifica um impacto significativo deste fenómeno nos dados de IDE de um determinado país, o mesmo possa ser excluído destas estatísticas e, portanto, analisado em separado.

Mais se avança que, na ótica da economia local, a repartição geográfica de acordo com o *Ultimate Investing Country* (UIC) e o *Ultimate Host Country* (UHC) poderia ser, em grande parte, uma solução aquando ocorrência deste fenómeno.

4.3. ESTATÍSTICAS POR BENEFICIÁRIO FINAL

Atualmente os referenciais metodológicos apresentam como princípio, para a compilação do país do investimento direto, o país da contraparte imediata, isto é, o país que diretamente investe na economia residente (perspetiva de IDE) ou em que a economia residente investe (perspetiva de IPE). Contudo, e como já referido anteriormente (ponto 3.4), quando se pretende conhecer a verdadeira origem e o destino final do investimento é importante olhar não para a contraparte imediata, mas para o beneficiário final.

Em termos de terminologia estatística é usual referirmo-nos, na perspectiva do IDE, ao **investidor e controlador final ou de última instância**, em inglês, *Ultimate Investing Country (UIC)* e *Ultimate Controlling Investor (UCI)* – país do investidor e/ou controlador que está no topo da cadeia de investimento, aquele(s) que, em última instância, toma(m) as decisões relativas ao investimento – e, na perspectiva do IPE ao **beneficiário final**, em inglês, *Ultimate Host Country (UHC)* - país da última empresa de investimento direto, aquela que encerra o destino final do investimento.

De notar que a compilação de estatísticas por beneficiário final é cada vez mais importante devido à maior complexidade das relações financeiras à escala global, referindo aqui a crescente relevância que as SPEs assumiram nos últimos anos.

As estatísticas por país do investidor/controlador/beneficiário final do investimento são assim úteis para:

- a) Indicar a força dos laços económicos existentes entre duas economias;
- b) Identificar se existem determinadas políticas a reger a relação económica entre dois países;
- c) Perceber se as empresas detidas por não residentes são ou não menos sensíveis a políticas implementadas no país recetor do investimento já que estas são influenciadas ou controladas pelo investidor final, que é afetado pelas políticas do seu país de origem. Assim, ter informação acerca da identidade do país de origem do investidor poderá ajudar a explicar o seu comportamento;
- d) Indiciar o montante de *round-tripping* para uma dada economia. O fenómeno do *round-tripping* não representa investimento direto genuíno; sendo que muitas das razões associadas ao *round-tripping* podem indicar a existência de um problema no regime da política de investimento de uma dada economia.

4.3.1. Lógica de IDE – Investidor/controlador final

Como referido anteriormente, a alocação de transações e posições de Investimento Estrangeiro Direto (IDE) deve ser feita por país parceiro e pela indústria, com base no princípio direcional. No entanto, nas estatísticas *standards* esta análise é feita recorrendo ao país de contraparte imediata, bem como à indústria da contraparte imediata. Porém, é importante ter noção de que as estruturas organizacionais das empresas multinacionais mudam frequentemente; pelo que, na eventualidade de uma contrapartida dentro de uma MNE deixar de existir ou, caso as interações que ocorreram até à data com um determinado país possam vir a mudar para um outro país parceiro, a alocação de ID a uma economia poderá ser afetada.

Neste cômputo, surgem as análises por ‘investidor final’ (UIC) ou por ‘controlador final’ (UCI), dois conceitos utilizados na identificação do beneficiário final na lógica do IDE. O ‘investidor final’ é a entidade que tem controlo sobre a posição de uma empresa de investimento direto (relações de controlo e influência), ou seja, é quem controla o investidor direto; o ‘controlador final’ cinge-se ao controlo no âmbito das relações de controlo. Ambos os conceitos fornecem informações mais detalhadas e facilitam a forma como as posições de IDE podem ser atribuídas ao país do investidor final na empresa de investimento direto residente, sendo, por isso, fundamental reconhecer as diferenças presentes nas duas abordagens.

Deste modo, o BMD4 defende uma metodologia na ótica do ***Ultimate Investing Country (UIC)***, onde o investidor final é, portanto, a empresa que detém controlo sobre a decisão de investir na empresa de investimento direto. O **investidor final** controla o **investidor direto imediato**, sendo o mesmo identificado pela sequência existente na cadeia de relações de investimento direto. Assim,

através da propriedade de mais de 50% do poder de voto, é possível identificar que empresa controla o investidor direto imediato até que seja atingida uma empresa que não seja controlada por nenhuma outra. Se não existir, de facto, uma empresa que controla o investidor direto imediato, o investidor direto é efetivamente o investidor final na empresa de investimento direto.

Assim, o país no qual o investidor final reside é o país investidor final (UIC), pelo que a posição de IDE que é atribuída ao país de residência do investidor direto imediato é realocada para a UIC. Contudo, é possível que exista mais do que um investidor direto imediato numa empresa de investimento direto; nestes casos, a posição de IDE referente a cada investidor direto imediato é realocada para as respetivas UICs com base na controladora final (*Ultimate Controlling Parent* (UCP)) de cada um dos investidores diretos imediatos. É também possível que o investidor final seja residente na mesma economia que a empresa de investimento direto, estando-se perante um exemplo de *round-tripping*, facilmente detetado com a utilização deste método.

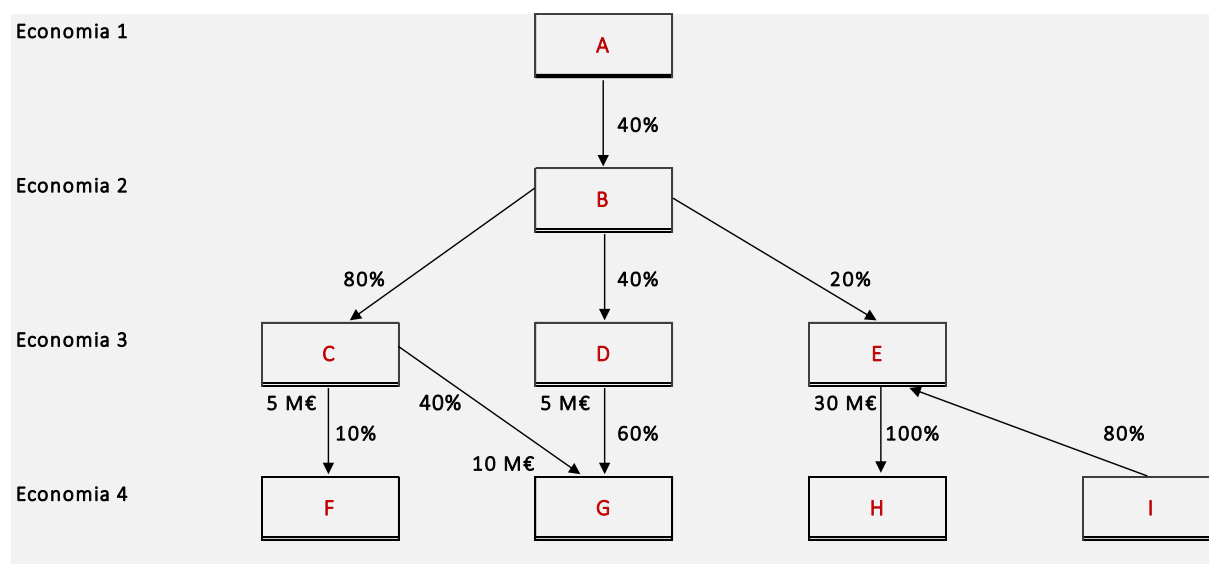


Figura 17 – Ilustração do processo de realocação
Adaptado de OECD (2008)

A título ilustrativo, na **Figura 17**, de acordo com a apresentação *standard* por país e com base na contraparte imediata, a economia 4 apresentaria 50 milhões de euros de posições de IDE da economia 3.

Contrariamente, de acordo com apresentação suplementar da UIC é necessário ter em consideração os diversos investimentos realizados pelas restantes economias (economia 1 e 2). Assim,

- O investimento de 5 milhões da empresa C na empresa F seria realocado para a economia 2, na medida em que a empresa B é o investidor final da empresa F (como UCP da empresa C);
- O investimento de 10 milhões da empresa C na G seria realocado para a economia 2, uma vez que a empresa B é o investidor final da empresa G (como UCP da empresa C);

- iii. O investimento de 5 milhões da empresa **D** em **G** permanecerá alocado à economia **3**, na medida em que a empresa **D** é o investidor final da empresa **G**. Tal acontece pois, nenhuma outra empresa exerce controlo sobre **D**, sendo por isso a empresa **D** a sua própria UCP;
- iv. O investimento de 30 milhões da empresa **E** na empresa **H** seria realocado à economia **4**, dado que a empresa **I** é o investidor final da empresa **H** (como UCP da empresa **E**).

Deste modo, ao invés dos 50 milhões que a economia **4** apresentaria, através da apresentação suplementar, a economia **4** registaria 15 milhões de posições de IDE da economia **2** como UIC, 5 milhões da economia **3** como UIC, e 30 milhões da economia **4** como UIC (*round-tripping*). De referir ainda que nenhum investimento da economia **4** é realocado à economia **1**, uma vez que a empresa **A** não é UCP de qualquer um dos investidores diretos imediatos na economia **4** (direitos de votos inferior a 50%).

Garantimos, portanto, que a posição de IDE apurada de acordo com a apresentação standard e de acordo com a apresentação suplementar da UIC seja a mesma.

Contrariamente, as estatísticas das FATS (do acrónimo em inglês, *Foreign Affiliates Statistics*), isto é, estatísticas que descrevem a atividade global de afiliadas estrangeiras, seguem uma metodologia assente no **Ultimate Controlling Institutional Unit (UCI)**.

Segundo o Manual FATS, que visa as diretrizes para a recolha e compilação de *inward* e *outward* FATS na União Europeia, o UCI é a unidade institucional de controlo final que não é controlada por nenhuma outra empresa e está, usualmente, no topo da cadeia de relações, tomando assim decisões estratégicas globais para todo o grupo empresarial.

De referir que, *inward* FATS são estatísticas relativas a filiais estrangeiras, isto é, incluem a produção de estatísticas que descrevam a atividade de filiais estrangeiras residentes na economia de reporte. Por sua vez, *outward* FATS, reflete a produção de estatísticas que descrevam a atividade de filiais estrangeiras residentes no exterior e que são controladas pela economia de reporte.

Na compilação de estatísticas de acordo com o conceito UCI, o apuramento do controlador final deve basear-se na análise das relações de controlo da cadeia de relações no grupo de empresas. Deste modo, o **controlo** implica a capacidade de determinar a estratégia de uma empresa, sendo a mesma exercida por um único investidor que detenha, direta ou indiretamente, a maioria do poder de voto (mais de 50%).

Assim, todo investimento deve ser afeto a um único UCI que resulta da linha de controlo da entidade, ou seja, é necessário identificar primeiro qual o investidor maioritário, e de seguida aquele que o controla, isto é, o UCI e respetivo país. De mencionar que o país em questão refere-se ao país onde a UCI está registada.

A título exemplificativo, na **Figura 18**, encontramos um simples caso de participações maioritárias indiretas, onde **A** controla diretamente **B**, mas uma vez que **A** é controlado por **X**, **B** é controlado indiretamente por **X** através da sua afilhada **A**.

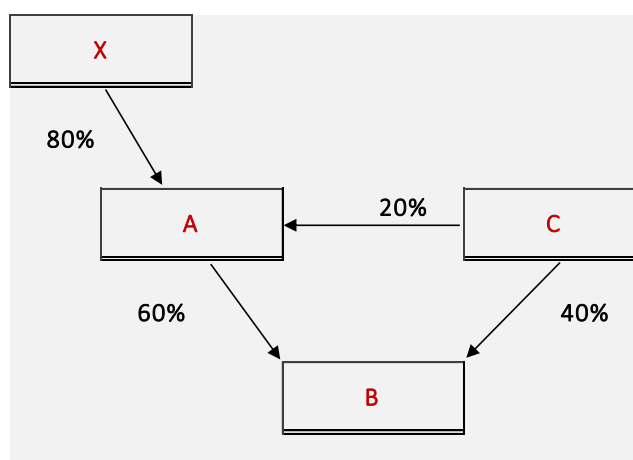


Figura 18 - Exemplo de uma relação de grupo - controle indireto

Fonte: FATS (2012)

Contudo, ainda que a participação maioritária seja o principal critério para determinar o controle, este pode ser também alcançado através de acordos entre acionistas minoritários.

Por seu turno, a **Figura 19** demonstra uma cadeia de relações com base no *effective minority control*. De facto, o investidor **X** destaca-se num vasto número de acionistas, dos quais nenhum detém um poder de voto significativo (mais de 50%) do capital. Nestes casos, o manual estatísticas FATS recomenda que o controle minoritário efetivo possa ser exercido quando não se verifica a presença de uma participação maioritária, uma vez que, na prática, o afiliado deve ser capaz de identificar qual o acionista que o controla, mesmo que este não detenha uma participação maioritária. No entanto, se não se constatar uma evidência direta, o país da UCI deve ser identificado pela adição das ações de todos os investidores residentes em cada país, apurando-se o país que “controla” a maior proporção.

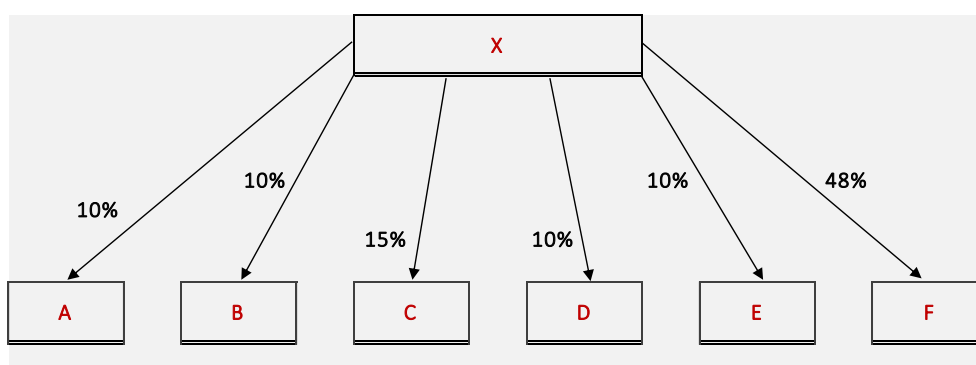


Figura 19 - Exemplo de uma relação de grupo - *effective minority control*

Adaptado das FATS (2012)

Salientar ainda que, este é um tema que varia substancialmente de país para país, na medida em que depende das legislações que regulam a alocação e controlo das empresas. Nos casos em que não é, efetivamente, possível identificar diretamente a UCI, é fundamental recorrer a uma análise mais profunda da cadeia de relações e das entidades nestas envolvidas.

Por fim, no caso das SPEs, centros financeiros *offshore* ou instituições sem fins lucrativos, é ainda salientado no manual que estas não devem ser nomeadas como UCIs. Neste contexto, a árvore de decisão presente na **Figura 20** é um bom auxiliar na identificação do UCI, tendo como ponto de partida a entidade no topo da cadeia de relações.

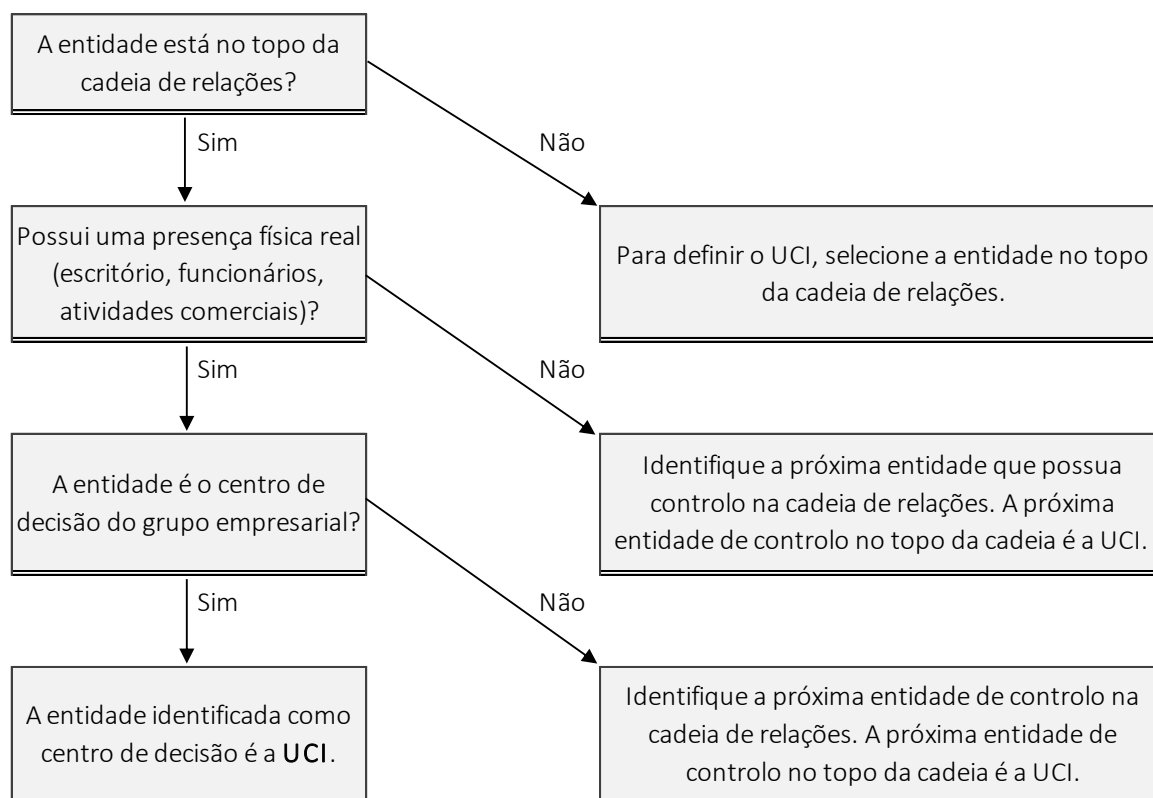


Figura 20 – Árvore de decisão para a identificação do UCI
Adaptado das FATS (2012)

De uma forma resumida o **Quadro 5** exhibe as duas metodologias em cima abordadas.

Referencial metodológico	Termo	Número de investidores finais	Tipo de relação coberta
OCDE (BMD4)	UIC	Múltiplos	Controlo e influência
Eurostat (FATS)	UCI	Apenas 1	Controlo

Quadro 5 – Resumo das principais metodologias de apuramento do investidor/controlador final

Em termos comparativos, a identificação de múltiplos UIC por entidade residente revela-se mais consistente com as estatísticas de investimento direto, onde os valores das variáveis reportadas têm por base a participação de cada investidor estrangeiro na empresa de investimento direto. Na identificação de apenas uma UCI por entidade residente, todos os valores das variáveis reportadas são atribuídos ao país do investidor considerado como o controlador final. Por seu turno, com a utilização de um UCI, obtém-se menos informação sobre a estrutura acionista e financeira de um grupo económico, ao alocar a existência de participações minoritárias ao país com a maior participação.

O conceito FATS fornece, assim, menos informação sobre as entidades que, em última instância, irão suportar os riscos ou acolher os benefícios do investimento, podendo ainda distorcer a realidade económica, nomeadamente na identificação do *round-tripping* através de participações minoritárias.

Por outro lado, usar o conceito das FATS permite a alocação de mais posições a países onde se encontram os centros de decisão em vez de aos países onde a decisão de investimento é tomada. De facto, uma vez que o BMD4 defende que uma entidade tem tantos UIC quantos investidores diretos, se no limite uma entidade tiver 10 investidores diretos, cada um com 10% dos direitos de voto e um controlador final diferente por investidor direto, o valor do investimento terá de ser afeto aos 10 países dos 10 controladores finais. Coloca-se ainda em questão, sobretudo nos casos em que o UIC único tiver problemas, como por exemplo, o risco de falência, o facto de o risco da entidade investida não ser generalizado.

Em termos práticos, a diferença entre as duas metodologias – OCDE e FATS – é frequentemente pequena, uma vez que as participações minoritárias são, em muitos países, pouco representativas nas estatísticas de investimento direto. Para além disso, mesmo em casos em que existam participações minoritárias, muitas vezes, os diferentes investidores diretos numa empresa de investimento direto são membros do mesmo grupo económico e, por isso, ter-se-ia o mesmo UIC.

Neste sentido, relativamente às vantagens presentes na identificação do UCI que consta das estatísticas das FATS, destaca-se:

- a) Alinhamento com as estatísticas das FATS possibilitando o paralelismo com os indicadores económicos recolhidos no âmbito daquelas estatísticas;
- b) Potencial redução da carga estatística sobre os inquiridos, em especial, para países que já recolhem informação no âmbito das FATS;
- c) Conceito mais perceptível pelos utilizadores;
- d) Maior facilidade de implementação para a maioria dos países, na medida em que estes não têm de redesenhar os seus inquéritos e sistemas informáticos, com custos elevados para compiladores e reportantes;
- e) Possibilidade de comparação internacional para os países que já reportam FATS.

4.3.2. Lógica de IDE – metodologia e resultados para Portugal

Em Portugal, a informação sobre o país do beneficiário final é recolhida anualmente no contexto da Informação Empresarial Simplificada (IES) e segue a lógica das FATS, isto é, cada entidade residente reporta o seu UCI (único). De realçar que, através da IES, as empresas cumprem as obrigações de declaração das contas anuais perante os Ministérios das Finanças e da Justiça, o Banco de Portugal e o Instituto Nacional de Estatística (INE).

Desta forma, associar ao beneficiário final o UCI em vez do UIC, apesar de não seguir rigorosamente o manual de investimento direto da OCDE, permite:

- a) Responder às novas abordagens relativas à UCI, uma vez que Portugal detém já esta informação disponível;
- b) Alinhar Portugal com a maioria dos países da União Europeia, possibilitando uma comparação internacional;
- c) Manter a fonte de informação atual sem acréscimo de quaisquer custos para os reportantes;
- d) Alinhar as estatísticas do investimento direto com a das FATS.

Em concreto, repartindo as posições de passivos de investimento direto da economia portuguesa por tipo de relação controlo ou influência para o ano de 2016, apurou-se que, a maioria do *stock* de passivos de Portugal encontrava-se sob relação de controlo. Ou seja, os não residentes controlavam em mais de 50% a maioria das empresas portuguesas em relação de investimento direto.

Assim, tendo em consideração os resultados apurados, constata-se que a análise por UCI não parece vir a diferir muito daquilo que se conseguiria obter com a utilização do método BMD4 (UIC).

Porém, as recomendações da OCDE no que diz respeito ao UIC revelam ainda que, para países que compilem estatísticas de investimento direto utilizando a UCI identificada para as estatísticas das FATS, as participações minoritárias sejam alocadas ao país do acionista maioritário, caso este exista. Quando não existirem participações maioritárias ou quando não for possível identificar o investidor final de uma participação minoritária, dever-se-á deixar a posição como ‘não alocado’ ao invés de alocá-la ao país do investidor imediato uma vez que, como referido anteriormente, esta abordagem seria problemática para países com montantes significativos de *pass-through capital* (capital que entra numa dada economia para depois ser investido num outro país).

Neste cômputo, no que concerne à abordagem por UCI, foi efetuado um estudo exaustivo para o universo de empresas em relação de investimento direto recorrendo à base de dados de investimento direto do Banco de Portugal.

Como já referido, a informação sobre o país do beneficiário final é recolhida no contexto da IES e, de seguida, integrada na produção do investimento direto. Deste modo, para a realização do exercício procedeu-se à elaboração de uma tabela de referência respetiva à UCI, para a qual se considerou uma hierarquia de fontes e contemplou um conjunto de pressupostos com o intuito de melhorar a qualidade da informação e reduzir ao máximo o valor ‘não alocado’.

Com efeito, para os anos de 2014, 2015 e 2016, foram utilizadas as seguintes fontes de informação pela seguinte ordem hierárquica de fonte:

- i. IES
 - a) Anexo A - por forma a recolher as UCI das entidades residentes que exercem, a título principal, atividade comercial, industrial ou agrícola e entidades não residentes com estabelecimento estável;
 - b) Anexo B - para obter as UCI das entidades do setor financeiro;
 - c) Anexo C - de forma a identificar as UCI das entidades do setor segurador;
- ii. Outras fontes de informação.

Foram, ainda, consideradas algumas hipóteses, das quais se destaca a utilização da informação referente ao ano de 2016 para o ano de 2017, uma vez que aquando a realização do exercício *ad-hoc* as entidades residentes em Portugal ainda não tinham submetido a informação IES. No que diz respeito aos particulares, no âmbito do investimento imobiliário, definiu-se que a residência da última instância seria a mesma que a da relação direta. Por seu turno, no caso do país de última instância ser um país *offshore* de acordo com a nomenclatura estatística internacional, o algoritmo procura na fonte de informação hierarquicamente subsequente se existe melhor informação, tendo sido feito um estudo sobre as entidades em questão. E ainda, para os casos em que não se apurou UCI considerou-se efetivamente como ‘não alocado’ e não a contraparte imediata (tendo este assumido um peso francamente baixo).

De salientar que, com a análise da residência do UCI é possível perceber, mais do que a origem imediata do fluxo económico-financeiro, a **última** origem das decisões estratégicas dos grupos

económicos em relação de investimento direto. Permite, assim, apurar de forma mais eficiente a origem do risco, o centro de decisão e, ainda, identificar fenómenos de capital em trânsito.

Neste sentido, foi realizada uma análise comparativa entre as estatísticas de contraparte imediata (as publicadas atualmente) e as novas abordagens, isto é, a análise com base no controlador final ou UCI, com o intuito de verificar a diferença entre as duas abordagens.

Através da **Figura 21**⁵, constatou-se que o TOP10 de posições de IDE por contraparte imediata perde relevância por comparação com o valor associado em termos de UCI.

Este fenómeno é significativamente expressivo na Holanda, no Luxemburgo e em Espanha. De facto, recordemos que, por contraparte imediata mais de metade do IDE (67%) estava associado à Holanda (25%), a Espanha (24%) e ao Luxemburgo (18%). Deste modo, este resultado pode evidenciar a existência de *round-tripping* via estas economias. Contrariamente, observa-se que países como França e Brasil evidenciam diferenças positivas aquando a comparação de ambos os valores, o que parece indicar que estes países investem em Portugal por intermédio de utilização de veículos financeiros sediados noutros países.

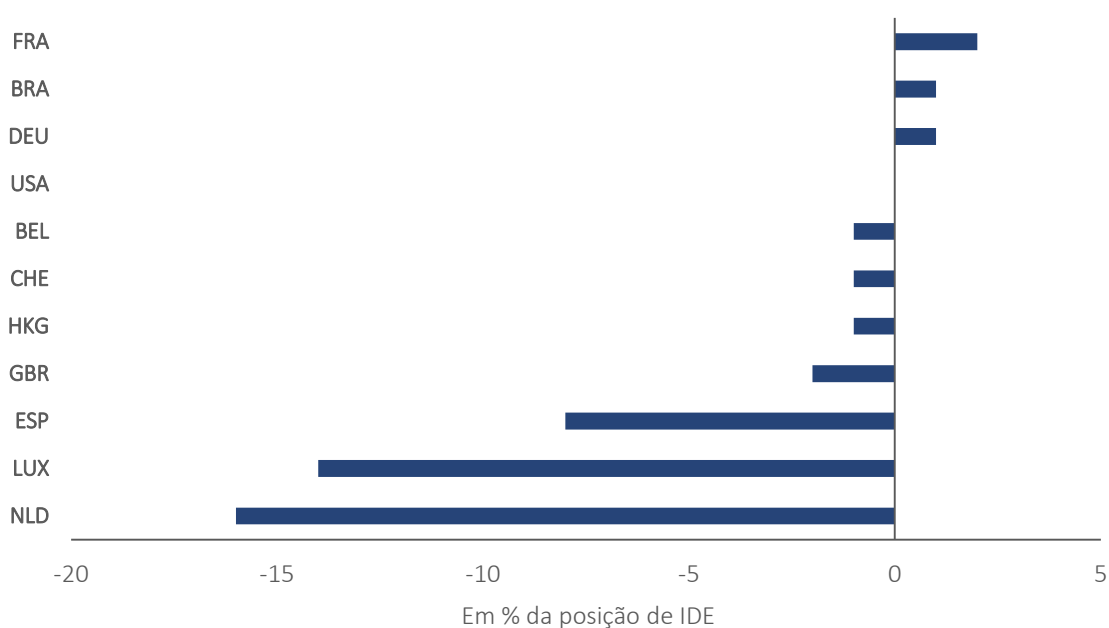


Figura 21 - Posição IDE por contraparte imediata deduzida do valor associado de contraparte final (2016)

⁵ As nomenclaturas dos países utilizadas têm como fonte de informação o ISO (International Organization for Standardization), com base nos códigos ISO 3166-1 alfa-3.

Assim, foi apurado, para o ano de 2016, que cerca de metade do investimento de IDE (56%) resulta de fluxos que utilizam veículos financeiros:

- a) **33% das posições de IDE têm como origem Portugal.** Em 2016, Portugal controlava uma parte significativa das posições de IDE, sugerindo que algum do investimento feito pelo estrangeiro em Portugal resultou de afiliadas de empresas portuguesas residentes no exterior. De notar que esta situação se manteve idêntica em todo o período em estudo (33% em 2014, 31% em 2015, 33% em 2016 e 32% em 2017). Neste sentido, existem fluxos de IDE que não correspondem efetivamente a investimento direto, pelo que são resultado de outras motivações. Como se pode observar no **Figura 22**, países como a Holanda, Luxemburgo e Espanha justificam uma parte significativa deste fenómeno;
- b) **23% das posições de IDE não têm origem no investidor imediato.** Encontram-se nesta situação países para os quais o IDE por contraparte imediata tem um peso muito superior ao IDE por controlo final. Por outras palavras, muitos dos fluxos que são investidos em Portugal por estes países não são controlados pelos mesmos, indiciando que estas economias atuam como países de capital em trânsito. A título ilustrativo, observa-se que, por exemplo:
 - i. A Holanda atua como intermediário de investimentos efetuados em Portugal oriundos de Itália.
 - ii. O Luxemburgo por seu turno atua como um intermediário de investimentos holandeses em mais de 50%;

Constatou-se ainda que, **menos de metade das posições de IDE (44%) correspondem a fluxos diretos de investimento direto.** Incidem, neste contexto, países em que a contraparte imediata corresponde à contraparte final (**Figura 22**), a destacar, por exemplo:

- a) O montante investido diretamente por Espanha em Portugal é efetivamente controlado por Espanha (cerca de 98%);

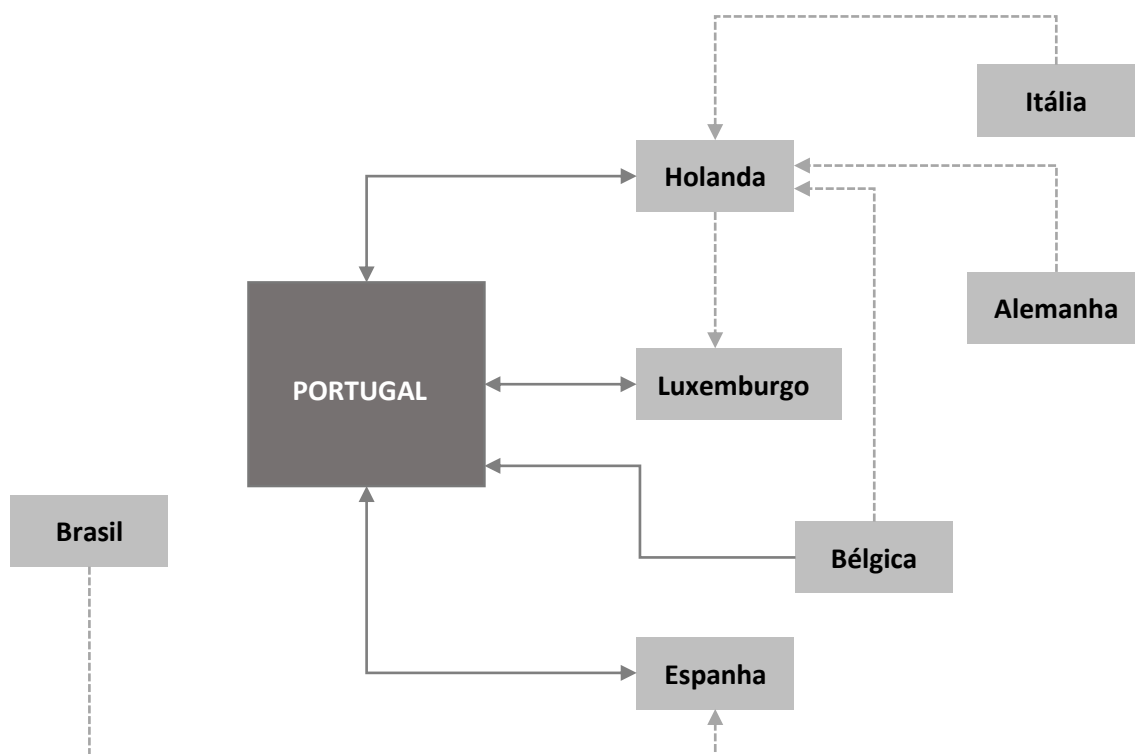


Figura 22 – Principais posições de IDE que correspondem a fluxos diretos e indiretos de investimento direto (2016)

4.3.3. Lógica de IPE – Beneficiário final

No que diz respeito às estatísticas por beneficiário final na lógica do IPE (UHC – *Ultimate Hosting Country*) estas procuram, para uma determinada economia, identificar os países destinatários finais (e não imediatos) na cadeia do investimento direto. Pretende-se, assim, apurar o país onde à partida o investimento direto produzirá resultados/benefícios, ou seja, o país de destino final do investimento. Porém, a edição da *OECD Benchmark Definition* ainda não fornece uma metodologia para este tipo de análises, apesar de ser já um desafio lançado aos compiladores estatísticos.

Em Portugal, atualmente não é recolhida informação sobre o UHC no âmbito das estatísticas de investimento direto, pelo que a sua recolha iria implicar:

- a) Alterar o formulário da IES, cuja gestão resulta do cruzamento com outros reportes;
- b) Aumentar a carga de reporte por parte das entidades residentes;
- c) Alterar os procedimentos de produção de estatística.

4.3.4. Lógica de IPE – metodologia e resultados para Portugal

A ausência reconhecida de uma metodologia para a compilação destas estatísticas produziu, assim, algumas dificuldades na implementação prática do conceito, contudo o principal foco assentou na identificação das relações de controlo do país da primeira contraparte operacional, excluindo-se as SPEs não residentes.

De facto, o Banco de Portugal é responsável pela compilação do reporte estatístico *outward* FATS. Neste sentido, uma vez que este recolhe os países das filiais não residentes, controladas por entidades residentes, para efeitos do exercício *ad-hoc* utilizou-se a estrutura de países das *outward* FATS para realocação das posições de IPE em situação de controlo.

Neste contexto, para efeitos desta estimativa do investimento direto por beneficiário final foi considerado a variável económica volume de negócios. Assim, admitindo por entidade controladora, a estrutura de distribuição geográfica do volume de negócios, foi possível obter a repartição geográfica das posições de IPE.

Para os anos de 2014 e 2015, com o apuramento feito pelo volume de negócios, a distribuição do IPE em situação de controlo por beneficiário final revelou resultados relativamente idênticos (**Figura 23⁶**). Com efeito, em 2015, os destinatários finais do investimento direto português estavam maioritariamente concentrados (89%) em apenas 10 economias. Em concreto, apenas 3 economias reuniam mais de metade deste investimento: Polónia (23%); Espanha (18%) e Angola (13%).

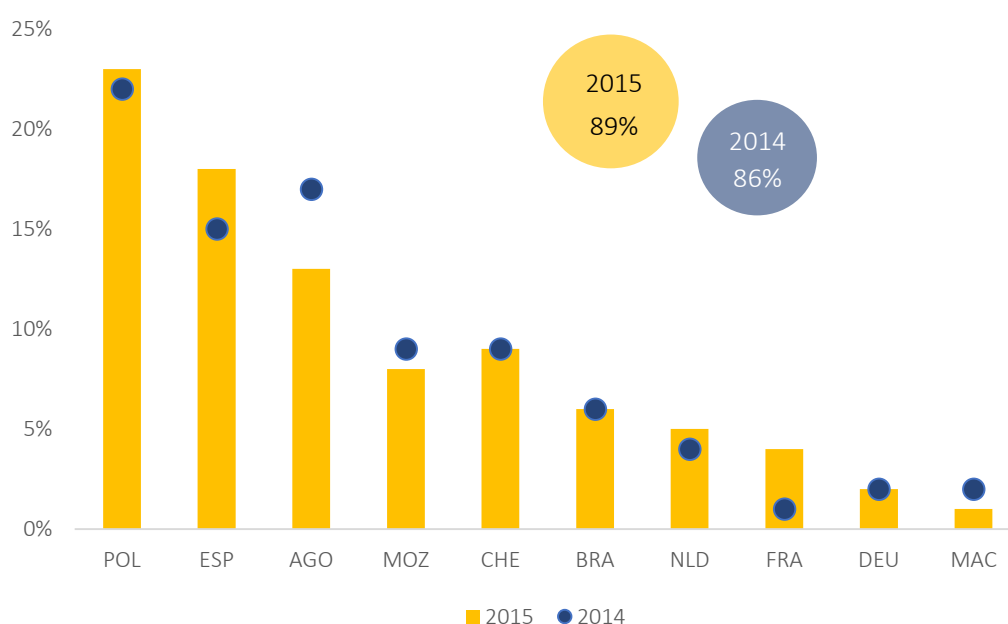


Figura 23 - IPE em situação de controlo por economia beneficiária final – Volume de negócios (2014 e 2015)

⁶ As nomenclaturas dos países utilizadas têm como fonte de informação o ISO (International Organization for Standardization), com base nos códigos ISO 3166-1 alfa-3.

De forma a alcançar maior detalhe desta informação, tendo por base a informação *outward* FATS, foi feito um cruzamento das posições de IPE para países por contraparte imediata com os países beneficiários finais do investimento controlado por Portugal no estrangeiro.

No que diz respeito às posições de IPE efetivamente controladas por Portugal, apurou-se que, em 2015, era na Holanda (59%), Angola (8%) e Polónia (6%) que se atribuíam a maior parte das posições de controlo por contraparte imediata.

Porém, durante a realização do exercício, constatou-se que a maior parte dos países beneficiários finais do investimento português eram investidos por intermédio de veículos financeiros, localizados sobretudo na Holanda.

Decorrente da forte utilização destes veículos, do total de IPE realizado diretamente na Holanda, apenas 7% se destina efetivamente a este país. Neste cenário, por exemplo, 82% do investimento controlado por entidades portuguesas em Espanha é efetuado via Holanda.

A **Figura 24** sintetiza as principais posições de investimento de IPE por beneficiário final. A verde encontram-se representados os beneficiários finais que são intermediados por veículos financeiros. A vermelho, as posições de IPE cujos beneficiários finais são investidos diretamente por entidades portuguesas.

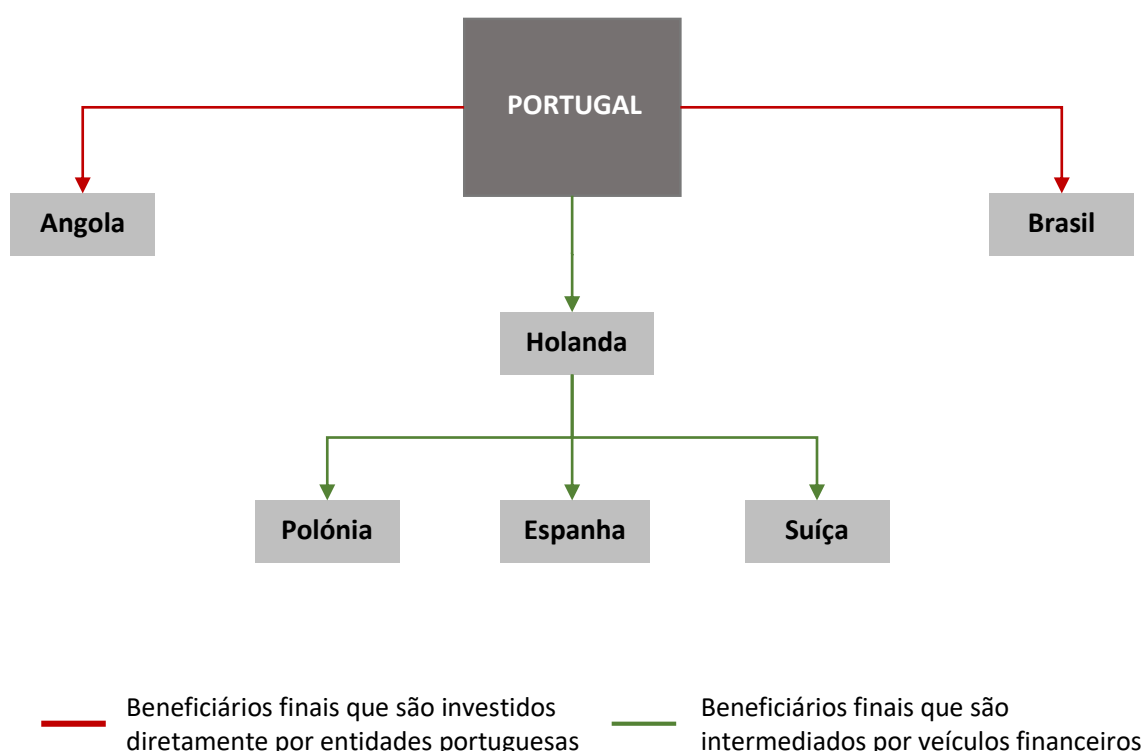


Figura 24 – Fluxograma das principais posições de IPE com controlo português por beneficiário final (2015)

4.4. ESTATÍSTICAS DE INVESTIMENTO DIRETO DE RAIZ (*GREENFIELD*)

O manual de compilação estatística de investimento direto não apresenta um conceito claro e específico de investimento direto de raiz (*greenfield*). A única referência no BMD4 a *greenfield* consiste em ‘*the establishment of a subsidiary*’ e ‘*providing fresh capital and additional jobs*’. Ainda assim, identifica como uma das apresentações suplementares do investimento direto, a divisão por tipo de investimento, com especial foco para a distinção entre fusões e aquisições (M&A – acrónimo de Merge&Acquisitions) e *greenfield*.

Neste ponto, é avançado que o *greenfield* pressupõe a injeção de capital fresco e criação de emprego, enquanto o M&A implica essencialmente a transferência de propriedade económica de uma entidade já existente. Comumente o *greenfield* é associado a investimento novo, à criação de novas empresas/negócios e emprego.

Com efeito, a *OECD Benchmark Definition* sugeriu uma metodologia que passa pela identificação de:

- i. compra/venda de capital existente na forma de fusões e aquisições (M&A);
- ii. investimentos *greenfield*;
- iii. extensões de capital;
- iv. reestruturação financeira.

Na ótica de fusões e aquisições, as transações implicam a compra ou venda de capital existente, referindo-se, portanto, a estruturas de empresas existentes. Por outro lado, investimentos *greenfield* referem-se a novos investimentos, promovendo capital novo. Ainda neste contexto, a extensão de capital passa pela aquisição de novos investimentos adicionais como, por exemplo, a expansão de um negócio que já se encontra estabelecido. Por último, a reestruturação financeira abrange o investimento realizado para o pagamento de dívida ou redução de perdas.

De notar que, conceptualmente e em termos de impacto económico, os conceitos i. e ii. são semelhantes; porém é fundamental fazer uma distinção nítida entre investimento *greenfield* e M&A, uma vez que estas últimas são usualmente analisadas como apenas uma mudança de propriedade numa entidade já existente. A aquisição de empresas existentes pode, assim, fornecer benefícios económicos relevantes, conduzindo a que muitos investidores diretos optem por este tipo de investimento; para além disso, considera-se que investimentos na forma de fusões e aquisições não produzem mudanças significativas nas variáveis económicas, como a produção e o emprego. Contudo, novos investimentos (investimentos *greenfield* e extensões de capital) têm um impacto expressivo na economia recetora, bem como nos lucros do investidor direto.

Todavia, para além do pouco detalhe que é dado sobre os diferentes tipos, devido às complexidades relacionadas com o apuramento destes dados, o foco principal passa pela compilação e apresentação de estatísticas de IDE com base em transações do tipo M&A, isto é, a compra/venda de património existente pelo investidor direto/empresa de investimento direto (em oposição à compra/venda de ações recém-emitidas).

Torna-se, assim, fundamental distinguir os termos “fusões” e “aquisições” que, apesar de serem utilizados como sinónimos por se tratar de um termo geral, não aludem aos mesmos tipos de operações. De facto, uma fusão ocorre quando duas ou mais empresas pretendem difundir-se numa nova empresa, pelo que a empresa adquirida deixa de existir; uma aquisição baseia-se na compra de ações existentes emitidas por outra empresa, o que não altera a estrutura legal da empresa em questão pois apenas ocorreu uma transação entre duas partes onde cada empresa atuou por interesse próprio.

De mencionar ainda que, estes dados referem-se a transações financeiras que se qualificam como IDE, uma vez que não faria sentido distinguir o *stock* de IDE por tipo (posições de IDE). Estes dados refletem, portanto, os fluxos financeiros de IDE sob a forma de capital próprio, excluindo os lucros reinvestidos e os instrumentos de dívida (empréstimos entre empresas).

Através do valor de M&A, é possível obter uma estimativa do *greenfield*, dada a dificuldade existente em apurar o valor do mesmo. Com efeito, ao deduzirmos as transações de M&A, ou seja, a diferença entre o valor total do capital próprio e as transações do tipo M&A, obtemos como resíduo os outros tipos de investimento, podendo-se, desta forma, averiguar o impacto de novos investimentos. Tal é passível pois, como referido anteriormente, os investimentos *greenfield* e as extensões de capital aumentam os ativos totais das empresas residentes, refletindo-se num impacto direto na produção ao contrário do que acontece com a reestruturação financeira.

Estudos mais recentes evidenciam que estes têm diferentes impactos no crescimento económico (Narula e Pineli, 2016). O investimento *greenfield* promove o crescimento económico no próprio país, estando as fusões e aquisições negativamente associadas ao crescimento económico do país recetor (Wang e Wong, 2009b). Ainda assim, é revelado que M&A origina efeitos benéficos no país recetor se este atingir um nível de capital humano significativo, em resultado do recurso a fusões e aquisições, podendo-se concluir que o ritmo acelerado do crescimento de IDE advém da combinação de ambos. Em paralelo com a **Figura 1**, os países encontram-se na terceira e quarta etapa de desenvolvimento económico percorridos por um país, na medida em que as empresas domésticas começam a desenvolver as próprias vantagens competitivas, recorrendo também à expansão das suas atividades para o exterior.

Por seu turno, a Organização das Nações Unidas (ONU) fundamenta que o IDE pode ser considerado, aproximadamente, como a soma do investimento *greenfield* e M&A (UNCTAD, 2000), no sentido em que seria uma medida intuitiva e uniformizada para todos os países. Posto isto, também a ONU, argumenta que o nível de *greenfield* de um país é baseado na diferença entre o IDE total e M&A (isto é, o valor residual de M&A).

Devido à indisponibilidade de dados, esta tem sido uma *proxy* utilizada em alguns estudos para apurar o valor de *greenfield* num determinado país. Os resultados apurados demonstram, de facto, que os dois conceitos não têm um efeito homogéneo no desenvolvimento económico, uma que o *greenfield* possibilita a criação de emprego adicional bem como o aumento do nível de competitividade no país recetor. Contrariamente de M&A que permite a transferência de propriedade económica e controlo das empresas domésticas para as estrangeiras não acrescentando, por sua vez, capacidade de produção.

Em suma, os investimentos *greenfield* iniciais não têm um impacto imediato na economia do país, pelo que vão evoluindo ao longo do tempo. Assim, este investimento inicial representa uma “aposta” pela MNE tendo em conta a qualidade das vantagens de Localização (L) do país recetor, com o intuito de obter retornos positivos, nomeadamente a transferência de tecnologias e técnicas de gestão mais sofisticadas e a menores custos, do que a aposta na atração de um novo investimento *greenfield*.

Esta distinção tornou-se assim primordial, sendo por isso um dos maiores desafios lançados a todos os países que produzem estatísticas de IDE, na medida em que permite não só obter *insights* sobre o total de IDE (montante associado), assim como sobre os seus efeitos económicos.

4.4.1. Metodologia e discussão de resultados

Esta ausência reconhecida de referenciais metodológicos produz uma enorme dificuldade de implementação prática do conceito e, uma vez que o Banco de Portugal não detém um reporte específico sobre esta matéria, foi realizado um exercício *ad-hoc* para avaliar potenciais proxys à variável em questão. De acordo com as necessidades de informação sentidas, a análise de *greenfield* encerra-se no estudo de transações (e não posições) na lógica do IDE (*inward*). Neste contexto foram criados e avaliados diversos modelos, dos quais se destacam, a nível de resultados, os modelos 1 e 2:

- a) **Modelo 1 – Apropriação de informação de reporte de Comunicação de Operações e Posições com o Exterior (COPE)** – Este modelo baseia-se na apropriação direta da informação do sistema de reporte direto de informação COPE, em particular no que diz respeito ao código de classificação estatística (CCE) que capta o valor da constituição das empresas. O CCE utilizado recolhe tipicamente o investimento inicial de criação da empresa, no entanto, o seu valor é residual uma vez que representa, normalmente, apenas o valor do capital social legalmente exigido na constituição de uma empresa e não o investimento efetivamente realizado para a criação do negócio.
- b) **Modelo 2 – Cruzamento de informação COPE com a data de constituição das entidades** – Este modelo identifica a data de constituição das entidades no universo do investimento direto e, para as mesmas, reconhece os fluxos de IDE, captados pelo sistema COPE durante um determinado período de tempo (hipótese do modelo – testado para 36 meses). Outra das hipóteses ponderadas neste modelo baseiam-se com a consideração quer de fluxos de capital, quer de instrumentos de dívida. Valores negativos neste modelo têm interpretação semelhante ao investimento direto em princípio direcional;

Neste exercício, procurou-se comparar os resultados obtidos em cada um dos modelos de forma a encontrar um intervalo de confiança sobre o valor destas estatísticas.

Em termos gerais esta comparação gera algumas limitações, a destacar desde já:

- i. Os anos em análise (modelo 1 – período compreendido entre 2014 e 2017 - anos para os quais existe reporte COPE; modelo 2 – horizonte temporal entre 2008 e 2017;
- ii. O âmbito do indicador considerado, na medida em o modelo 2 considera capital e instrumentos de dívida, enquanto que os restantes apenas capital;
- iii. As entidades consideradas, dado que em cada um dos modelos constam as entidades constituídas no período em análise.

Do confronto entre os vários modelos apurados, observa-se que o modelo 2 é aquele que tem uma maior estimativa uma vez que considera não só capital, mas também instrumentos de dívida. Por oposição, é o modelo 1 que apresenta os valores mais pequenos de *greenfield*, o que era de esperar visto que este apenas considera o capital de constituição das entidades (possivelmente uma *proxy* do valor legal da constituição das empresas).

Neste sentido, conclui-se que o modelo 2 será aquele que oferece maior robustez e ligação aos poucos referenciais metodológicos disponíveis para futuras análises.

Com efeito, para este modelo, foi necessário apurar a data de constituição das entidades com algum tipo de relação de IDE. Deste modo, foi construído um protótipo de tabela de ano/mês de constituição das entidades, onde foram consideradas as seguintes fontes de informação:

- a) Para o universo das sociedades não financeiras procurou-se utilizar o ano de constituição apurado pela Central de Balanços do Banco de Portugal. Esta é uma base de dados de informação económica e financeira sobre as empresas não financeiras portuguesas, sendo a sua informação baseada nos dados contabilísticos anuais e trimestrais, individuais das empresas. Para os anos de 2014, 2015 e 2016, estimou-se a data de constituição tendo por base a conjugação; i) do ano de constituição apurado a partir da data de início de atividade; e, ii) da data de início de atividade associado ao indicador de atividade económica;
- b) Para os restantes setores institucionais, por recurso a base de dados específicas do Banco de Portugal foi utilizado um método semelhante ao utilizado pela Central de Balanços;
- c) Adicionalmente, e para todos os setores institucionais, consultou-se a base de dados de estatísticas externas de forma a perceber em que ano é que a entidade começou a ter, pela primeira vez, no horizonte temporal de 1996 a 2017, relações com entidades não residentes.

Nos casos em que as fontes de informação apresentavam alguma discrepância, a data de constituição de uma entidade foi considerada como sendo o menor valor obtido nas diferentes 3 fontes de informação. Por fim, e por forma a excluir as entidades que foram criadas por ‘fusões’ e/ou ‘cisões’ – que não caem na esfera de *greenfield* – foi também utilizada uma base de dados da Central de Balanços para excluir as situações identificadas.

Neste cômputo, as empresas foram agrupadas em três classes: micro, pequenas e médias (PME) e grandes empresas. Para esta classificação foram utilizados os critérios da Recomendação da

Comissão Europeia, de 6 de maio de 2003, relativa à definição de micro, pequenas e médias empresas. Adicionalmente, foram consideradas as Sociedades Gestoras de Participações Sociais (SGPS), independentemente da sua classe de dimensão, por se tratarem de sociedades que 'têm por único objecto contratual a gestão de participações sociais noutras sociedades, como forma indirecta de exercício de actividades económicas.' patente no Artigo 1.º. do Decreto-Lei n.º 495/88.

No horizonte temporal entre 2008 e 2017 foram constituídas cerca de 5 mil entidades em Portugal com participação estrangeira. Destas, mais de 90% ou eram microempresas (74%) ou SGPS (16%); sendo que esta concentração em SGPS reflete, essencialmente, o facto de o investimento direto ser canalizado sobretudo via entidades financeiras.

Reunidas as transações de investimento direto destas entidades para um período de 36 meses, constatou-se que, em média, a grande maioria do *greenfield* foi efetuado nos 2 primeiros anos de atividade; 48% no primeiro ano e 45% no segundo ano. Admite-se ainda que, este resultado é naturalmente influenciado pelo comportamento quer das microempresas quer das SGPS.

Posto isto, neste modelo foram considerados os 3 primeiros anos de atividade de uma entidade, pelo que o volume de transações de IDE pode estar presente, no limite, em 4 anos de estatísticas de *greenfield* (**Figura 25**). Por exemplo, uma entidade constituída em setembro de 2013 contribui para as estatísticas de *greenfield* deste modelo nos anos de 2013 (setembro a dezembro, primeiros 4 meses de atividade), 2014 (ano completo, atividade desde o 5.º mês de atividade até ao 16.º mês), e assim sucessivamente até perfazer os 3 anos de atividade. É relevante perceber que todos os anos de estatísticas incluem entidades que estão ou no primeiro ou no segundo ou no terceiro ano de atividade.

2013				2014				2015						2016				(...)	
Set	Out	Nov	Dez	Jan	Ago	Set	(...)	Dez	Jan	(...)	Jul	Ago	Set	(...)	Dez	Jan	(...)		Ago

1.º ano de atividade				2.º ano de atividade				3.º ano de atividade			
----------------------	--	--	--	----------------------	--	--	--	----------------------	--	--	--

Greenfield 2013				Greenfield 2014				Greenfield 2015				Greenfield 2016			
-----------------	--	--	--	-----------------	--	--	--	-----------------	--	--	--	-----------------	--	--	--

Figura 25 - Hipótese do Modelo 2: Entidade constituída em setembro de 2013

Admitindo que as estatísticas de *greenfield* são utilizadas para medir a capacidade de atratividade de uma economia para atrair investimento estrangeiro, poder-se-á concluir que no período da recente crise económico-financeira a economia portuguesa teve pouca capacidade para atrair novo investimento. Porém, no período pós reversão do saldo da balança corrente e de capital (após 2011) a economia portuguesa apresentou um dinamismo mais pronunciado (**Figura 26**). Em termos de transações de *greenfield* observou-se um crescimento de cerca de 158% entre 2012 e 2017.

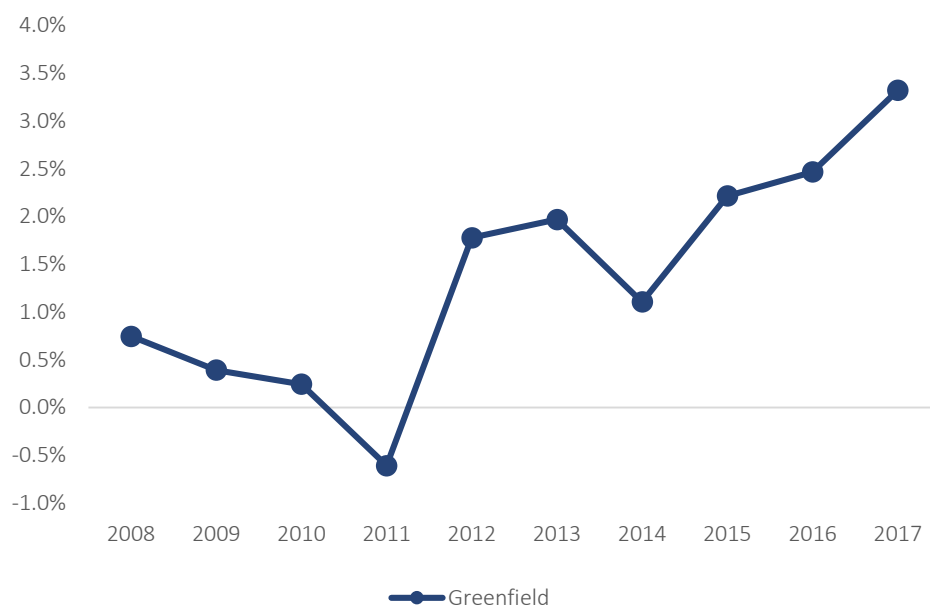


Figura 26 - Estatísticas de *greenfield* (modelo 2) – em % das posições totais de IDE (2008-2017)

Neste modelo foram ainda identificadas 121 economias distintas de contraparte a contribuir para o *greenfield* na economia portuguesa. Sendo que o TOP5 economias de contraparte, de 2008 a 2017, reuniam pouco mais de três quartos do total de transações de *greenfield*; Luxemburgo (42%), Reino Unido (11%), Bélgica (9%), França (8%) e Espanha (7%) (**Figura 27**).

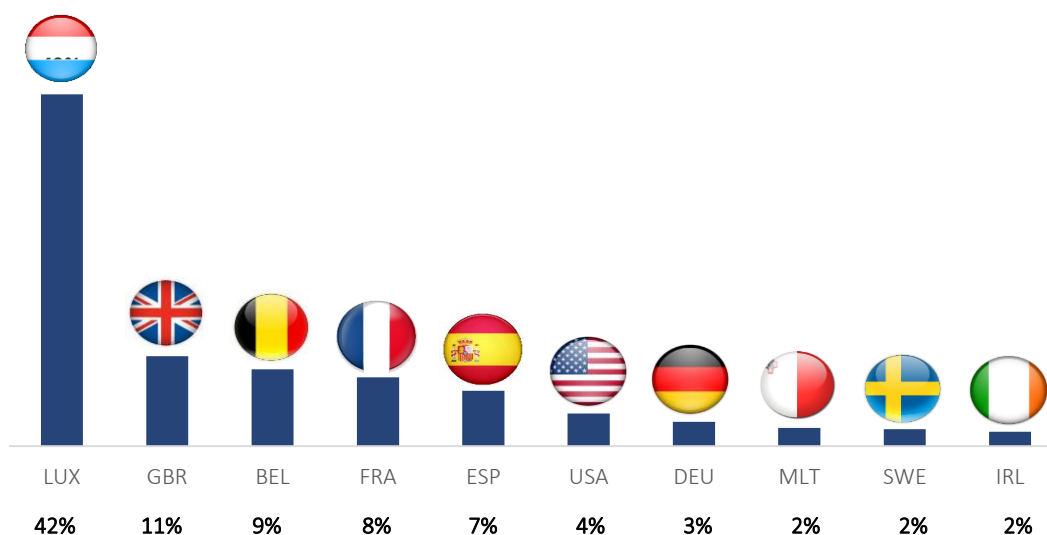


Figura 27 – Distribuição de *greenfield* (modelo 2) pelo TOP10 economias de contraparte (2008-2017)

Por fim, em termos de exercício de *benchmarking* comparou-se os dados apurados no modelo 2 com recurso às bases de dados do Banco de Portugal com os dados estimados pela UNCTAD (United Nations Conference on Trade and Development) produzidos para efeitos do seu *World Investment Report 2018* no que ao *greenfield* concerne. De referir que os dados da UNCTAD são estimados tendo por base a informação disponibilizada pelo *Financial Times* e apenas consideram investimento de capital. Comparando estas duas fontes de informação, verificou-se que, no período em análise, os dados seguem a mesma tendência para o período entre 2008 e 2015. Contrariamente, nos anos de 2016 e 2017 patenteiam-se tendências exatamente contrárias.

Confrontou-se também, por recurso aos dados UNCTAD, para o ano de 2017, as estimativas *greenfield* de Portugal com as economias congéneres europeias (**Figura 28**). No seio das economias pertencentes à União Europeia, Portugal ocupou, num total de 28 economias, a 22.ª posição em termos de atratividade de investimento de raiz (1,3% do total da posição de IDE). Neste conjunto de países, foram as economias de leste que maior dinamismo revelaram neste indicador.

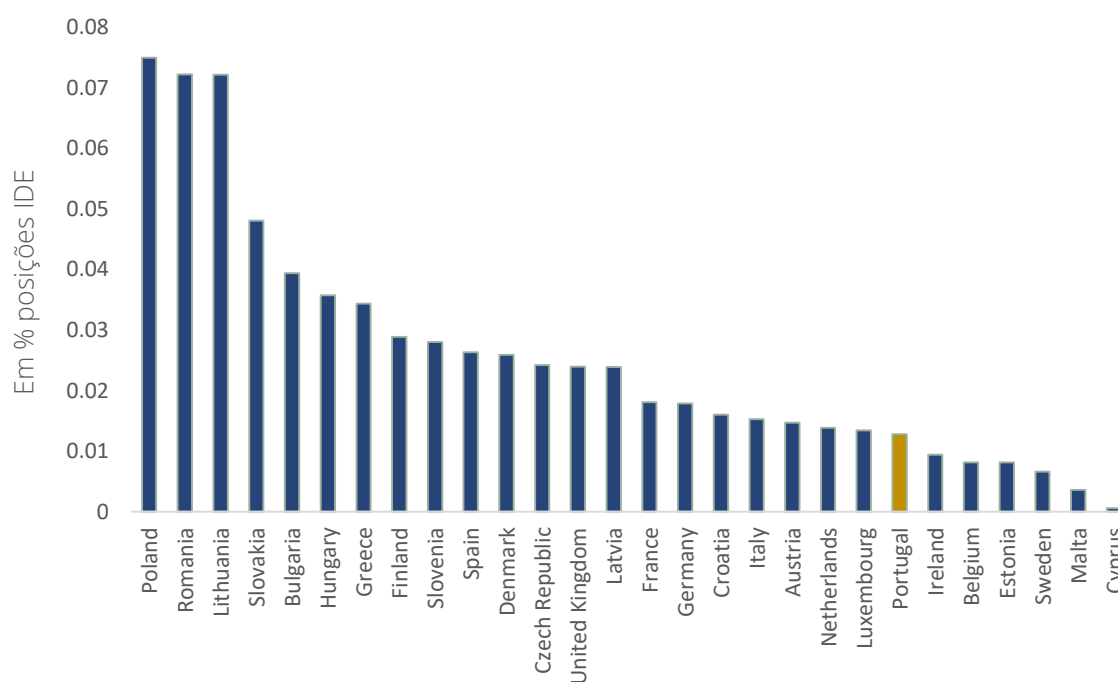


Figura 28 – Comparação internacional das estimativas de greenfield (2017)

5. CONCLUSÃO

No mundo atual em que o volume de dados armazenados é cada vez maior, eleva-se a importância de explorar os dados já disponíveis de uma forma eficiente, interativa e visual, identificando-se os padrões e relações existentes. Torna-se, assim, fundamental a utilização de algoritmos capazes de transformar os dados em informação, com vista à análise e respetiva produção de insights para o negócio.

O investimento direto reúne informação muito relevante quer do ponto de vista económico quer político. Os atuais requisitos estatísticos não respondem, contudo, à crescente complexidade da economia global, pelo que são hoje necessários novos indicadores e formas de explorar a informação.

Foi neste contexto que surgiu o presente projeto, em cooperação com o núcleo da Posição de Investimento Internacional do Banco de Portugal, decorrente do trabalho de estágio realizado. Assim, através do cruzamento de informação, da criação de modelos, hipóteses de cálculo e pressupostos, foi possível apurar informação necessária e útil no âmbito das novas abordagens.

Relativamente aos atuais requisitos estatísticos, o próprio manual do investimento direto, BMD4, incide na concretização de uma maior investigação em torno dos novos conceitos que constam na *Research Agenda*, compreendendo as grandes áreas a serem investigadas e que foram os grandes desafios a desenvolver ao longo do projeto: o investimento no âmbito do beneficiário final (UIC, UCI e UHC) e o investimento de raiz (*greenfield*). Reforça assim, a relevância da existência de estatísticas de qualidade que permitam apurar o impacto esperado do IDE numa dada economia, evidenciando os países de última instância responsáveis por esse investimento, assim como os países destinatários finais (e não imediatos) na cadeia de investimento direto. Importa, ainda, apurar a atratividade de uma economia a novos investimentos, sendo o *greenfield* comumente associado à criação de novos negócios e emprego.

Por recurso ao princípio direcional constatou-se que as posições de investimento direto líquidas têm sido negativas ao longo do período de 2008-2017, resultando num saldo final da posição de ID negativo de cerca de 69 mil milhões de euros em 2017. Por outras palavras, o *stock* de investimento com relação de grupo feito por não residentes em Portugal (IDE) é superior ao *stock* de investimento efetuado por entidades residentes em Portugal no exterior (IPE). Neste sentido, verificou-se ainda que, independentemente da direção do investimento, a economia portuguesa evidenciava uma elevada exposição em apenas dois mercados - Holanda e Espanha - os quais ocuparam sempre as primeiras posições desde 2008.

Após um extenso tratamento de dados, interpretação e comparação de resultados, constatou-se que, apesar de não seguir o manual BMD4, a utilização da lógica do Eurostat (estatísticas FATS) na produção de estatísticas de investimento para Portugal, não difere muito daquilo que se conseguiria obter com a identificação dos UIC, dados os resultados semelhantes. Para além disso, a apresentação por UIC permite, sobretudo, identificar o montante de *round-tripping* associado a um país (fundos locais que são canalizados para o exterior por investidores residentes e que são, posteriormente,

devolvidos à economia doméstica na forma de investimento direto). Deste modo, tornou-se pertinente a comparação das posições dos 10 principais países por contraparte imediata com o valor obtido em termos de UCI, verificando-se que estas perdem relevância. Acresce o facto de que, neste momento, garantimos a aplicação prática desta nova abordagem, permitindo, por sua vez, a comparabilidade internacional.

No que ao *greenfield* diz respeito, este é um tema ainda preambular uma vez que não existe uma definição harmonizada e uma forma de apurar os dados relativos a esta questão unânime para todos os países. Assim, no presente projeto, foram elaborados modelos distintos que resultaram em conclusões divergentes. Do tratamento realizado, constatou-se que o modelo que tem por base a data de constituição das empresas (modelo 2) é o que revela resultados consistentes e semelhantes àquilo que é hoje publicado pela UNCTAD - Conferência das Nações Unidas sobre Comércio e Desenvolvimento – na medida em que, comparando estas duas fontes de informação, os dados apurados seguem a mesma tendência.

A ausência reconhecida de referenciais metodológicos produziu, assim, uma enorme dificuldade de implementação prática do conceito, tendo sido, por isso, um dos desafios principais deste projeto, a realização de exercícios *ad-hoc* para avaliar potenciais *proxys* às variáveis em questão. De futuro, torna-se imperioso a existência de uma harmonização da metodologia a nível internacional.

No que concerne à apresentação e demonstração de resultados, é importante realçar que o presente trabalho foi construído sobre algumas limitações dada a complexidade dos dados e resultados obtidos. A principal limitação encontra-se relacionada com a publicação dos microdados utilizados, ou seja, com a utilização de informação granular que garantiu a qualidade da informação estatística produzida. Em suma, alguns dos exercícios e valores apurados foram divulgados recorrendo a metodologias e percentagens, tendo em consideração as questões de confidencialidade definidas pelo Banco de Portugal que limitam a divulgação de dados desagregados.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Augier, M., & Teece, D. J. (2007). *Dynamic capabilities and multinational enterprise: Penrosean insights and omissions*. Management International Review, 47, 175 – 192.
- A.T. Kearney (2018). *Investing in a Localized World*. The 2018 A.T. Kearney Foreign Direct Investment Confidence Index.
- Baier, S., Bergstrand, Jeffrey (2001). *The growth of world trade: tariffs, transport costs, and income similarity*. Journal of International Economics, 53, 1-27.
- Banco de Portugal (2014). *Resultados das empresas não financeiras da Central de Balanços – 2013 e 1.º semestre de 2014*. Nota de Informação Estatística.
- Banco de Portugal (2015). *ESTATÍSTICAS DA BALANÇA DE PAGAMENTOS E DA POSIÇÃO DE INVESTIMENTO INTERNACIONAL*. Suplemento ao Boletim Estatístico, Outubro 2015.
- Banco de Portugal (2018). *Análise das empresas integradas em grupos*. Estudos da Central de Balanços, Maio | 2018.
- Banco de Portugal (2018). *Papers presented by the statistics department in national and international fora*. In Supplement to the Statistical Bulletin 1 | 2018.
- BPstat | Estatísticas Online. No sítio institucional do Banco de Portugal.
[https://www.bportugal.pt/PAS/sem/src/\(S\(d1s2bq55it021h45tzip0hl45\)\)/selecAnalise.aspx](https://www.bportugal.pt/PAS/sem/src/(S(d1s2bq55it021h45tzip0hl45))/selecAnalise.aspx) (acedido: janeiro 2019)
- Diário da República (2019). *Regime jurídico das sociedades gestoras de participações sociais*. Artigo 1.º. do Decreto-Lei n.º 495/88.
- Dunning, J. H. (1993). *Multinational Enterprises and the Global Economy*. Massachusetts: Addison-Wesley Publishing.
- Dunning, J. H. (1998). *Location and the Multinational Enterprise: A Neglected Factor?*. Journal of International Business Studies, 1, 45–66.
- Dunning, J. H., & Narula, R. (1993). *Transpacific Foreign Direct Investment and The Investment Development Path: the Record Assessed*. Essays in International Business, 93-024.
- Dunning, J. H., & Narula, R. (1996). *The Investment Development Path Revisited: Some emerging issues*, in Foreign Direct Investment and Governments: Catalysts for economic restructuring. London and New York: Routledge, 1-41.
- Dunning, J.H. (2000). *The Eclectic Paradigm as an Envelope for Economic and Business Theories of MNE Activity*. International Business Review, 9, 163- 190.

Dunning, J. H. & Narula, R., (2004). *Multinationals and industrial competitiveness*. Edward Elgar Publishing, Cheltenham.

Dunning, J. H. (1981). *Explaining the International Direct Investment Position of Countries: Towards a dynamic and development approach*. Weltwirtschaftliches Archiv, 117, 30-64

ECO - Economia Online. *Investimento direto estrangeiro, multinacionais e crescimento*.
<https://eco.sapo.pt/opiniao/investimento-direto-estrangeiro-multinacionais-e-crescimento> (acedido: fevereiro 2018)

EDP – Energias de Portugal (2012). *Comunicação de Participação Qualificada*. Comunicados EDP – Energias de Portugal, S.A., Lisboa.

EDP – Energias de Portugal (2018). *Relatório do Conselho de Administração Executivo da EDP – Energias de Portugal, S.A.*, Lisboa.

Ernst & Young (2018). *EY's Attractiveness Survey Portugal*.
<https://www.ey.com/pt/en/home/ey-lanca-ey-attractiveness-survey-portugal> (acedido: julho 2018)

Franco, C., Rentocchini, F. & Marzetti, G. (2008). *Motives Underlying Foreign Direct Investments: A Primer*. Discussion paper in Proceedings of the 5th International Conference on Innovation and Management, 363-379.

Franco, C., Rentocchini, F. & Marzetti, G. (2008). *Why do firms invest abroad? An analysis of the motives underlying foreign direct investments*. Department of Economics Working Papers 0817, Department of Economics, University of Trento, Italia.

Glass, A. J., & Saggi, K. (1999). *Multinational Firms and Technology Transfer*. Policy Research Working Paper 2067, The World Bank: Development Research Group Trade, 1-27.

Hill, Charles W. L. (2007). *International Business: competing in the global marketplace (Sixth ed.)*, New York, NY: McGraw-Hill International Edition.

International Monetary Fund (2009). *Balance of payments and international investment position Manual*, Sixth edition.
<https://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2007/pdf/bpm6.pdf> (acedido: janeiro 2019)

International Organization for Standardization (ISO). *Country Codes Collection*.
<https://www.iso.org/obp/ui/#search> (acedido: maio 2019)

Jornal Oficial da União Europeia (2003). *RECOMENDAÇÃO DA COMISSÃO de 6 de Maio de 2003 relativa à definição de micro, pequenas e médias empresas*.

Júlio, P., Alves, R. P., & Tavares, J. (2013). *Investimento estrangeiro e reforma institucional: Portugal no contexto europeu* *. Banco de Portugal: Boletim Económico, Primavera 2013.

Mapchart | Create a Map Chart: World map.
<https://mapchart.net/> (acedido: maio 2019)

Narula, R., & Dunning, J. H. (2010). *Multinational enterprises, development and globalization: Some clarifications and a research agenda*. Oxford Development Studies, 38, 263–287.

Narula, R., & Guimón, J. (2010). *The investment development path in a globalised world: implications for Eastern Europe*. In Eastern Journal of European Studies, 1.

Narula, R. (1996). *Multinational Investment and Economic Structure: Globalisation and Competitiveness*. London and New York, Routledge

Narula, R., & Pineli, A. (2016). *Multinational Enterprises and Economic Development in Host Countries: What We Know and What We Don't Know*. MERIT Working Papers 020 - Maastricht Economic and Social Research Institute on Innovation and Technology (UNU-MERIT) - United Nations University.

OECD (2008). *Benchmark Definition of Foreign Direct Investment*. Organisation for Economic Cooperation and Development, Fourth edition.
<https://www.oecd.org/daf/inv/investmentstatisticsandanalysis/40193734.pdf> (acedido: março 2019)

Parlamento Europeu e Conselho da União Europeia (2016). *Regulamento (UE) 2016/1013 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 8 de junho de 2016*. Jornal Oficial da União Europeia.

UNCTAD (1999). *Cross Foreign Direct Investment and the Challenge of Development*. World Investment Report 1999, New York and Geneva, United Nations.

UNCTAD (2000). *Cross-border Mergers and Acquisitions and Development*. World Investment Report 2000, New York and Geneva, United Nations.

UNCTAD (2005). *Transnational Corporations and the Internationalization of R&D*. World Investment Report 2005, New York and Geneva, United Nations.

UNCTAD (2006). *FDI from Developing and Transition Economies: Implications for Development*. World Investment Report 2006, New York and Geneva, United Nations.

UNCTAD (2018). *Investment and New Industrial Policies*. World Investment Report 2018, New York and Geneva, United Nations.

Wang, M., & Wong, S. (2009b). *What drives economic growth? The case of cross-border M&A and greenfield FDI activities*. Kyklos, 62, 316-330.

World Bank Group (2017, 2018, 2019). *A World Bank Group Flagship Report: Doing Business, Comparing Business Regulation for Domestic Firms in 190 Economies*, Washington, DC.

Zhuang, H., & Griffith, D. (2013). *The Effect of Mergers & Acquisitions and Greenfield FDI on Income Inequality*. International Journal of Applied Economics, 10 (1), 29–38.

